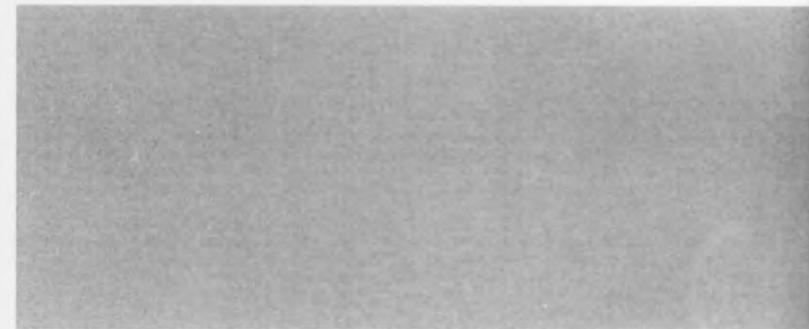




BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report

October 2011



# CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY\*

## Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

## The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

## The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

---

\* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report

---

October 2011

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

---

---

The challenges in the current global economic environment are significant but so, too, are the opportunities. . . . For its part, the Bank of Canada has a wide range of tools and policy options that it will continue to deploy as appropriate in order to ensure that Canadians can seize these opportunities in an environment of domestic macroeconomic and financial stability.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada  
20 September 2011  
Saint John, New Brunswick*

---

# Contents

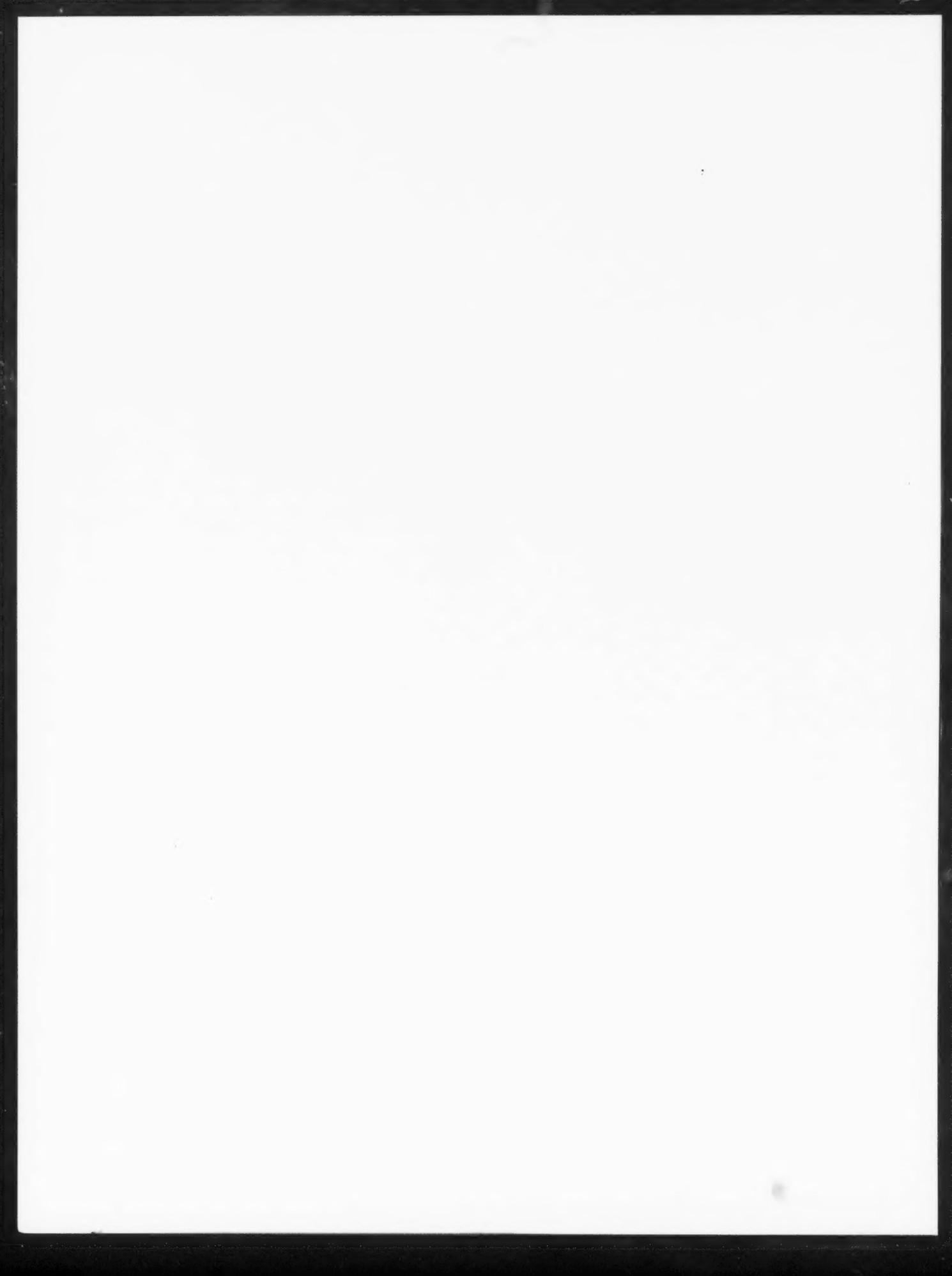
---

<b>Overview</b>	1
<b>The Global Economy</b>	3
Recent Developments	3
Developments in Global Financial Markets	9
Outlook for the Global Economy	11
<b>The Canadian Economy</b>	17
Recent Developments	17
Economic Activity	17
Potential Output Growth	18
Estimated Pressures on Capacity	19
Inflation and the 2 Per Cent Target	21
Canadian Financial Conditions	24
Exchange Rate	26
Outlook for the Canadian Economy	27
Aggregate Demand and Supply	27
The Projection for Inflation	31
<b>Risks to the Outlook</b>	33

## Technical Boxes

<b>Deleveraging in the United States</b>	
Will Continue to Dampen Growth	5
<b>Revisions to Potential Output Growth</b>	19
<b>The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices</b>	22

---



# Overview

---

The global economy has slowed markedly as several downside risks to the projection outlined in July have been realized. Financial market volatility has increased and there has been a generalized retrenchment from risk-taking across global markets. The combination of ongoing deleveraging by banks and households, increased fiscal austerity, and declining business and consumer confidence is expected to restrain growth across the advanced economies. The Bank now expects that the euro area—where these dynamics are most acute—will experience a brief recession. The Bank's base-case scenario assumes that the euro-area crisis will be contained, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, diminished household confidence, tighter financial conditions and increased fiscal drag are expected to result in weak real GDP growth through the first half of 2012, before growth strengthens gradually thereafter. In Japan, reconstruction activity is projected to boost growth over 2012–13, although Japan's economy will be constrained by reduced global activity and the sharp appreciation of the yen. Growth in China and other emerging-market economies is projected to moderate to a more sustainable pace in response to weaker external demand and the lagged effects of past policy tightening. These developments, combined with recent declines in commodity prices, are expected to dampen global inflationary pressures.

The outlook for the Canadian economy has weakened since July, with the significantly less-favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels. Although Canadian growth rebounded in the third quarter with the unwinding of temporary factors, underlying economic momentum has slowed and is expected to remain modest through the middle of next year. Domestic demand is expected to remain the principal driver of growth over the projection horizon, though at a more subdued pace than previously anticipated. Household expenditures are now projected to grow relatively modestly as lower commodity prices and heightened volatility in financial markets weigh on the incomes, wealth and confidence of Canadian households. Business fixed investment is still expected to grow solidly in response to very stimulative financial conditions and heightened competitive pressures, although it will be dampened by the weaker and more uncertain global economic environment. Net exports are expected to remain a source of weakness, owing to sluggish foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

Overall, the Bank expects that growth in Canada will be slow through mid-2012 before picking up as the global economic environment improves, uncertainty dissipates and confidence increases. The Bank projects that the economy will expand by 2.1 per cent in 2011, 1.9 per cent in 2012 and 2.9 per cent in 2013.

*This report includes data received up to 21 October 2011.*

The weaker economic outlook implies greater and more persistent economic slack than previously anticipated, with the Canadian economy now expected to return to full capacity by the end of 2013. As a result, core inflation is expected to be slightly softer than previously expected, declining through 2012 before returning to 2 per cent by the end of 2013. The projection for total CPI inflation has also been revised down, reflecting the recent reversal of earlier sharp increases in world energy prices as well as modestly weaker core inflation. Total CPI inflation is expected to trough around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013, as excess supply in the economy is slowly absorbed.

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility of a faster-than-expected rebound in business and consumer confidence, due to more decisive policy action in the major advanced economies.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe, the increased probability of a recession in the U.S. economy, and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 25 October, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

# The Global Economy

---

The global economy has slowed markedly as several of the downside risks to the projection outlined in the July *Monetary Policy Report* have been realized. Acute fiscal and financial strains in Europe and concerns about the strength of global economic activity have led to increased financial market volatility, reduced business and consumer confidence, and a generalized retrenchment from risk-taking. In this context, pressures in the European banking sector have escalated, contributing to a sharp slowdown in economic growth in the euro area. In the United States, revisions to national accounts data indicate that the recent recession was deeper than previously reported, and the recovery shallower. Growth in many emerging-market economies has also moderated, although it remains relatively robust. Commodity prices have declined significantly in response to diminished prospects for global economic growth.

Consistent with historical experience following severe financial crises, the recovery in advanced economies is projected to continue at a much slower pace than is typical in post-recession periods. In the euro area, economic growth is expected to remain weak over the projection horizon. Even though the Bank's projection assumes that steps are taken to contain the crisis, growth is expected to be restrained by ongoing bank and sovereign deleveraging and only a gradual recovery in confidence. Repair of household balance sheets and an anticipated tightening in fiscal policy are also expected to weigh on real GDP growth in the United States. Growth in emerging-market economies is projected to decelerate in response to lower demand from advanced economies. Owing to the lack of exchange rate adjustment and limited progress in rebalancing global demand, the weak and uneven nature of the current recovery is expected to persist.

## Recent Developments

Global economic growth has weakened considerably in recent months, reflecting a sharp slowing in activity in the United States and the euro area (**Chart 1**). The pace of growth in emerging-market economies has also decelerated, albeit from relatively high levels.

Real GDP growth in the euro area fell to 0.6 per cent in the second quarter, well below expectations at the time of the July *Report*, and recent indicators point to continued weakness in the third quarter. Growth in the core economies has slowed significantly, while economic activity in the periphery remains subdued. Consumer and business confidence, which were already low in the periphery, have also dropped markedly in the core economies. Euro-area banks are restricting access to credit as they attempt to delever (**Chart 2**). Slowing economic activity, reduced confidence and heightened financial stress are becoming mutually reinforcing as concerns regarding

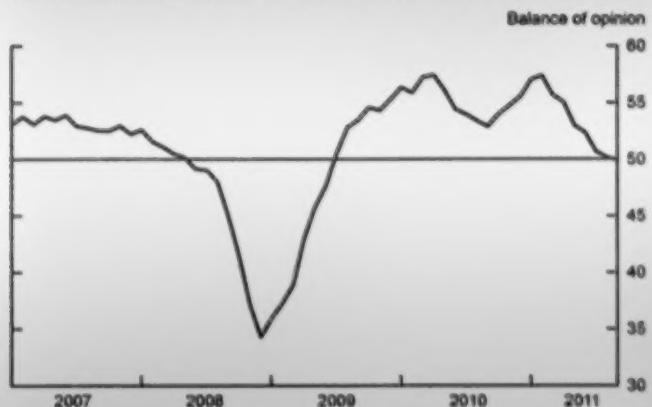
---

*The global economy has slowed markedly*

---

*In the euro area, economic growth is expected to remain weak over the projection horizon*

**Chart 1: Global economic growth has weakened considerably in recent months**  
World manufacturing purchasing managers' index, monthly data



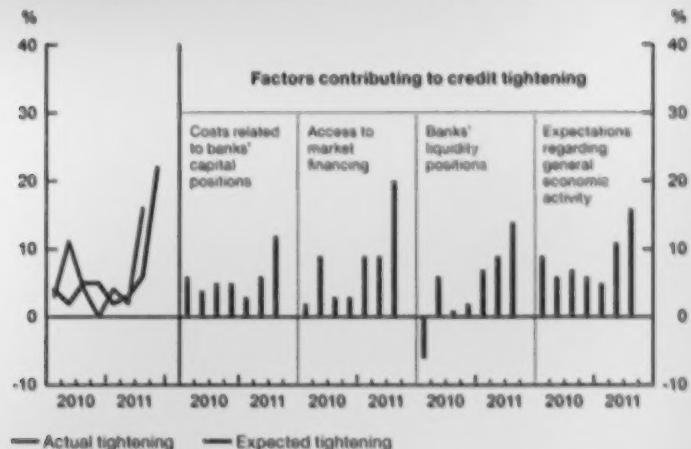
Note: The purchasing managers' index (PMI) is a composite diffusion index of manufacturing conditions. A reading above (below) 50 indicates that a larger percentage of firms reported that their production expanded (contracted) compared with the previous month, while a reading at 50 indicates that production was unchanged from the previous month.

Sources: JPMorgan and Markit

Last observation: September 2011

**Chart 2: Euro-area banks are restricting access to credit**

Net percentages of banks contributing to credit tightening for enterprises



Note: Data reflect responses to the *Euro Area Bank Lending Survey*. Actual tightening refers to the tightening that has already occurred, while expected tightening refers to the additional tightening anticipated by banks.

Sources: European Central Bank

Last observation: 2011Q3

the fiscal sustainability of peripheral Europe spread to some of the core economies, increasing worries about the stability of the banking system.

In the United States, information released since the July Report points to a much lower path for U.S. real GDP in recent years than earlier estimates had suggested. While the fundamental forces and dynamics affecting the U.S. economy have not changed, their magnitudes now appear much larger (**Technical Box 1**). The July revisions to the national accounts data indicate that the U.S. recession was deeper and the recovery shallower than previously reported. Real GDP growth has slowed from an annual rate of roughly 2.5 per cent in the second half of 2010 to less than 1.0 per cent in the first half of 2011. Growth is estimated to have improved in the third quarter of 2011, supported by the recent decline in commodity prices and the

*Revisions indicate that the U.S. recession was deeper and the recovery shallower than previously reported*

## Deleveraging in the United States Will Continue to Dampen Growth

History has shown that, following severe financial crises, most economies experience a period of significant and lengthy deleveraging as households, firms and governments reduce their debt loads. In the early phase of the deleveraging process, GDP growth typically slows significantly, reflecting weaker credit growth and higher savings. This deleveraging process is currently taking place in the U.S. economy and explains, in part, why the Bank continues to predict a sluggish recovery by historical standards.

Prior to the recent financial crisis, the U.S. household sector accumulated significant debts as asset prices were increasing strongly. U.S. household net worth has since fallen by \$7.2 trillion or about 12 times current annual savings (Chart 1-A). As a result, a prolonged period of elevated savings will be necessary for households to recoup some of their losses and achieve their desired level of net worth (Chart 1-B). Recent benchmark revisions to the U.S. National Accounts show significantly lower household incomes than previously reported and suggest that the process of household deleveraging and reaccumulation of wealth will be more challenging than originally anticipated. While increases in house prices and financial assets could alleviate the need for households to maintain higher levels of savings, no significant gains in wealth are expected in the near term.

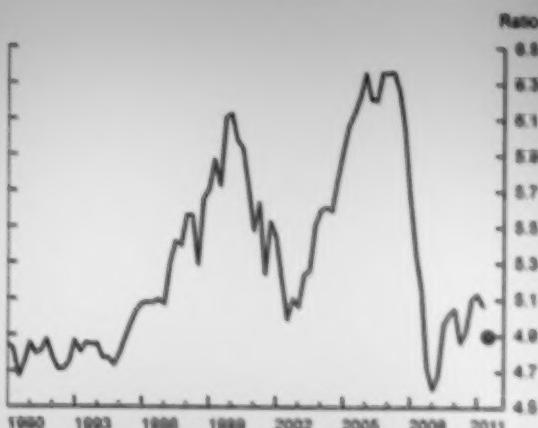
Although a gradual improvement in labour market conditions should boost households' disposable income, fiscal policy is expected to act as a drag on incomes and growth while action is taken to put the U.S. fiscal situation on a sustainable track. The United States will have to lower its general government deficit as a share of GDP from the current value of 9.6 per cent to about 5 per cent by 2013 in order to meet the commitment it made at the G-20 Summit in Toronto. Further fiscal consolidation will be required over the medium term to stabilize or reduce the ratio of government debt to GDP by 2016, also consistent with the Toronto G-20 Declaration.

Although the current U.S. economic recovery is the weakest since the Great Depression, it is in line with average recoveries seen in other advanced economies that have experienced major financial crises. While U.S. bank deleveraging is well under way, still-elevated levels of household debt, weakness in the U.S. housing and

labour markets, and the need for fiscal consolidation all imply that growth in U.S. domestic demand—and, hence, growth in demand for Canadian exports—will remain modest for the foreseeable future.

**Chart 1-A: U.S. household net worth fell significantly during the recent recession**

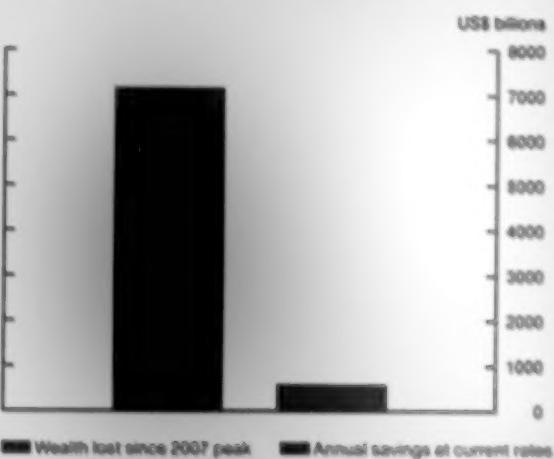
U.S. household net worth relative to disposable income, quarterly data



Note: The figure for the third quarter of 2011 is a projection.

Sources: U.S. Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations  
Last observation: 2011Q3

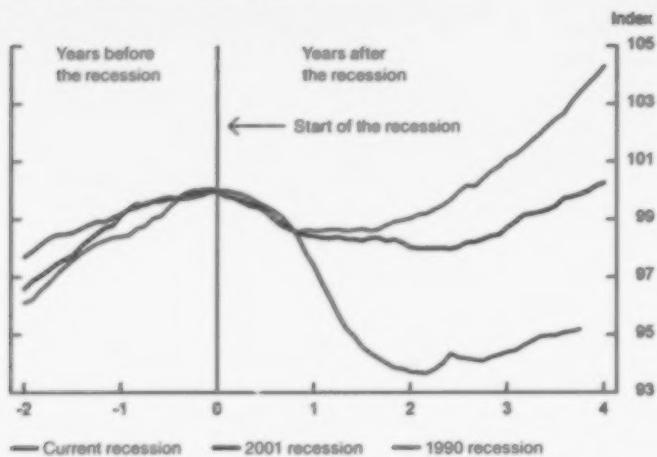
**Chart 1-B: Personal savings are low relative to the wealth loss experienced since 2007**



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve and Bank of Canada calculations

### Chart 3: Employment in the United States has remained weak

U.S. non-farm employment across economic cycles;  
start of recession = 100, monthly data



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

Last observation: September 2011

*Efforts to repair household balance sheets in the United States are exerting a much stronger restraining effect on domestic demand*

restoration of supply chains following the natural disasters in Japan. However, efforts to repair household balance sheets in the United States are exerting a much stronger restraining effect on domestic demand than previously anticipated.

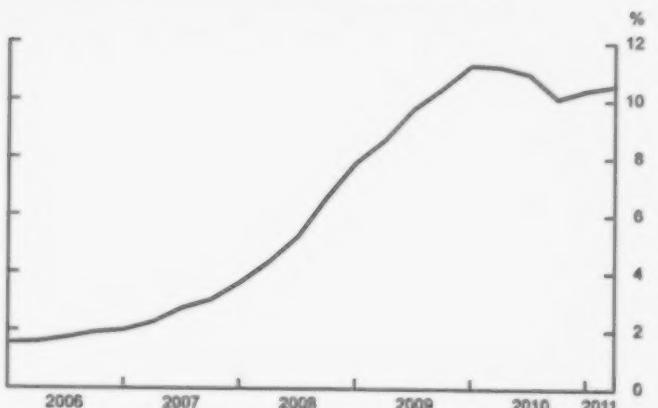
Recent adverse shocks to U.S. household finances and falling consumer confidence have led to a marked slowing in U.S. consumption spending and have rendered the process of balance-sheet repair even more challenging. Employment gains have remained sluggish since the start of the year, with net job creation in the private sector slowing and governments continuing to cut their payrolls (Chart 3). In addition, household wealth has been hit by recent declines in equity prices. Housing demand has remained weak and, together with the elevated stock of vacant homes, has depressed residential construction. A negative cycle is under way in which persistently high rates of mortgage delinquency are creating stress for financial institutions, leading to greater caution in the extension of credit and exacerbating the weakness in housing demand (Chart 4). This will gradually dissipate as households repair their balance sheets.

U.S. economic activity has been supported through this difficult period by strength in business investment and exports. Business investment in equipment and software has been underpinned by the low cost of capital and healthy corporate balance sheets. However, investment in non-residential structures has remained subdued in view of continuing excess capacity (Chart 5). U.S. exports have benefited from solid demand in emerging-market economies and from enhanced competitiveness stemming from robust productivity growth and the past depreciation of the U.S. dollar.

Real GDP in Japan contracted by 2.1 per cent in the second quarter, but incoming data point to positive growth in the third quarter, driven by the restoration of supply chains and the reconstruction of infrastructure following the natural disasters in March. Household spending has also recovered, supported by a pickup in consumer confidence. However, growth in exports, which had been an important contributing factor to GDP growth in earlier periods, has stalled in the past few months. Owing to concerns that a rising yen would weaken export growth even further, Japanese authorities

**Chart 4: High rates of mortgage delinquency in the United States are creating stress for financial institutions**

Delinquency rates on residential real estate loans, quarterly data

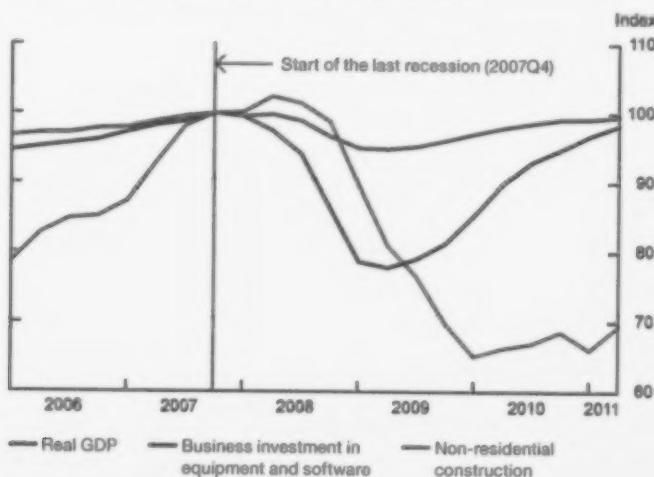


Source: U.S. Federal Reserve

Last observation: 2011Q2

**Chart 5: Business investment in equipment and software has been underpinned by the low cost of capital and healthy corporate balance sheets**

Index: 2007Q4 = 100, chained 2005 U.S. dollars, quarterly data



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2011Q2

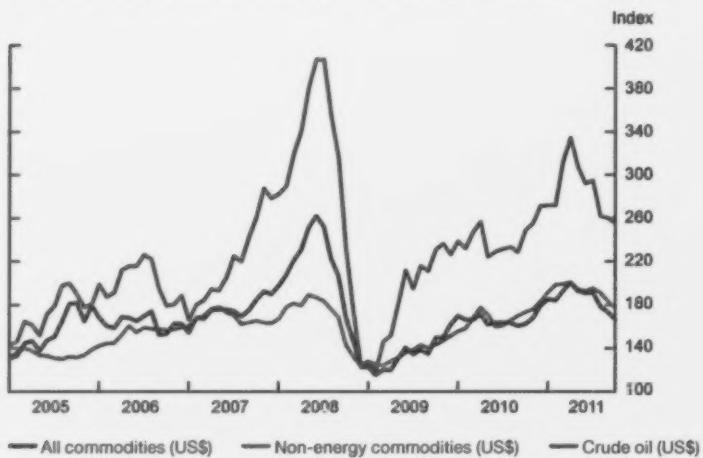
intervened in foreign exchange markets at the beginning of August to limit the appreciation of the currency.

In China, growth in real GDP moderated to 9.1 per cent in the third quarter, largely in response to the past tightening in monetary policy. The growth of consumption has slowed somewhat, but real estate investment remains robust, boosted by a government program to build 10 million social housing units in each of 2011 and 2012. Reflecting the ongoing weakness in activity in advanced economies, China's export growth has decelerated recently. Moderating food prices have contributed to a slight decline in inflation, but price pressures remain elevated, with consumer prices rising by 6.1 per cent on a year-over-year basis in September—well in excess of the government's target of 4 per cent.

*Growth in China's real GDP moderated in the third quarter, largely in response to the past tightening in monetary policy*

**Chart 6: Global commodity prices have declined significantly since the July Report**

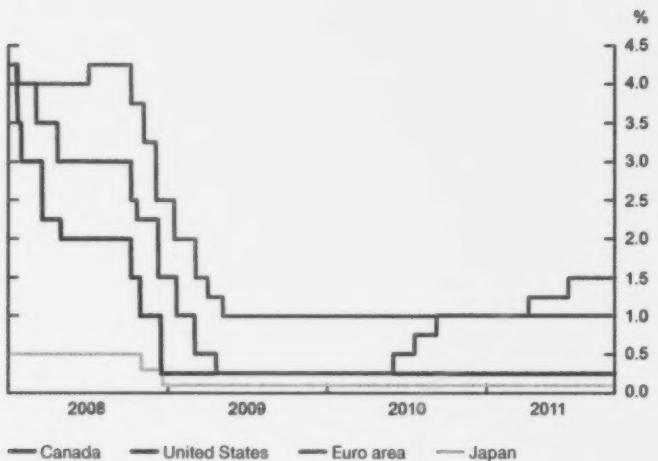
Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values in October 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 21 October 2011.  
Source: Bank of Canada  
Last observation: October 2011

**Chart 7: Policy rates remain at or near historic lows in most advanced economies**

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 21 October 2011

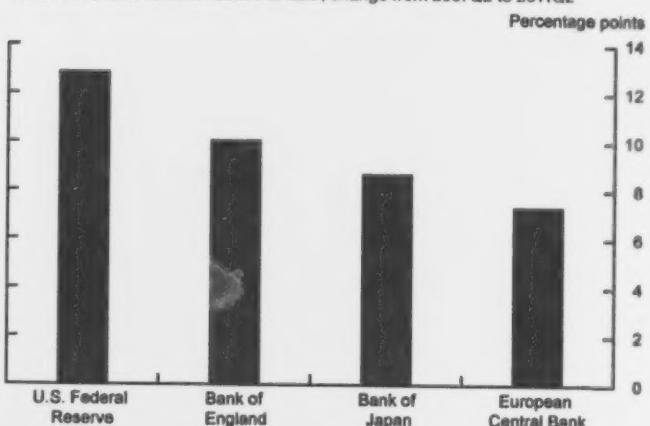
Commodity prices have declined significantly since the July Report in response to the deteriorating outlook for global economic growth (Chart 6), although they remain high by historical standards. Energy prices have registered the sharpest drop, while prices for non-energy commodities have decreased more modestly, owing to tight near-term supply conditions for agricultural commodities.

Although underlying inflation pressures in many emerging-market economies remain a source of concern, authorities are reluctant to tighten monetary conditions further, given the declining prospects for global growth. In the major

*In the major advanced economies, underlying inflation pressures remain contained*

**Chart 8: Some central banks have expanded their balance sheets to ease monetary conditions further**

Total central bank assets relative to GDP, change from 2007Q2 to 2011Q2



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis; U.S. Federal Reserve; Eurostat; European Central Bank; Cabinet Office, Government of Japan; Bank of Japan; U.K. Office of National Statistics; and Bank of England

Last observation: 2011Q2

advanced economies, in contrast, underlying inflation pressures remain contained, reflecting continuing excess supply conditions. Policy interest rates in these economies have stayed at or close to historically low levels (**Chart 7**), and a number of central banks have undertaken additional policy actions to ease monetary conditions or reduce financial stress (**Chart 8**). The U.S. Federal Reserve has continued on its path of quantitative easing, modifying its balance-sheet operations in an effort to put downward pressure on U.S. long-term and mortgage interest rates. The European Central Bank (ECB) has announced a series of measures, including two long-term refinancing operations and the reactivation of its covered-bond purchase program. The Bank of Japan and the Bank of England have expanded their asset-purchase programs.

*A number of central banks have undertaken additional policy actions to ease monetary conditions*

## Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets have deteriorated since the last *Report* and risk aversion has escalated. Markets have experienced significant volatility, triggered by a reassessment of the prospects for global economic growth, as well as heightened worries over debt sustainability in the euro area and uncertainty over the direction of fiscal policy in the United States. The already-negative tone in financial markets has been exacerbated by numerous credit-rating downgrades of sovereigns and global financial institutions. These developments have reinforced concerns about the fiscal situations in many major economies and the political challenges that must be overcome.

As a result, investment flows have shifted toward safer and more-liquid assets. Government bond yields in a number of advanced economies, where markets are most liquid and which are perceived to be better credit risks, have fallen sharply, with 10-year yields trading at or near all-time record lows (**Chart 9**). In addition, safe-haven currencies have appreciated.

The prices of riskier assets, in contrast, have declined significantly. Global equity indexes have decreased by about 5 to 20 per cent since the last *Report*, with an even larger decline reported in financial subindexes (**Chart 10**). Many euro-area sovereigns are facing rising funding costs

*Conditions in global financial markets have deteriorated since the last Report*

**Chart 9: Yields on government bonds in major advanced economies have fallen sharply in recent months**

Yields on 10-year government bonds, daily data

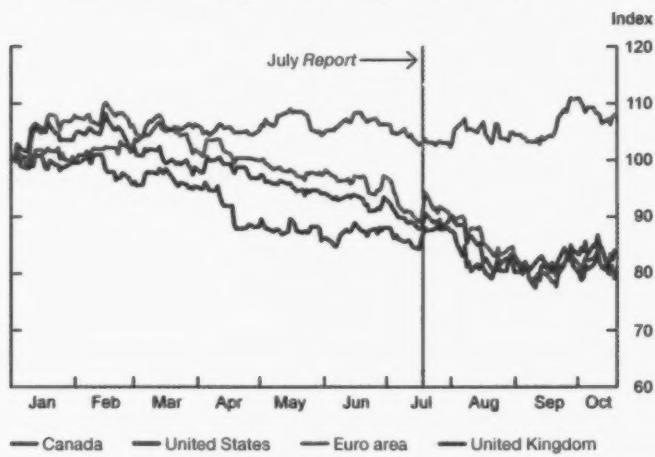


Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

**Chart 10: Foreign bank equity indexes have considerably underperformed their respective broader indexes**

Bank equity index/broad equity index (1 January 2011 = 100), daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

European banks have experienced severe funding pressures

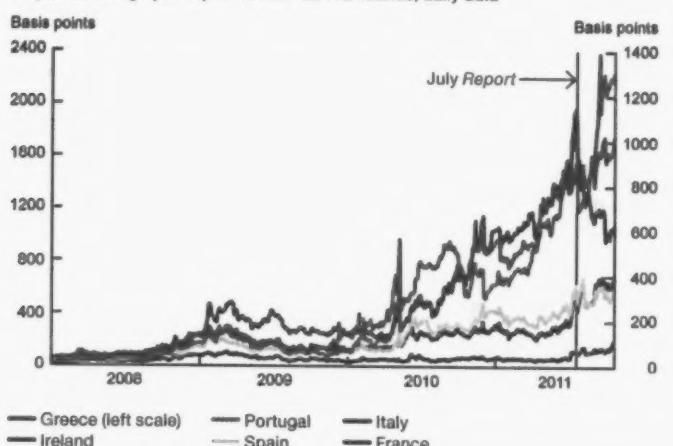
(Chart 11), and European banks have experienced severe funding pressures and increased costs to insure against default risk (Chart 12),<sup>1</sup> owing to concerns about their exposures to the sovereign debt of euro-area peripheral countries.

Conditions in corporate credit markets have also deteriorated. Corporate spreads have widened, and corporate issuance has fallen to a fraction of the levels seen earlier in the year. Liquidity in secondary credit markets has been extremely limited, and short-term trading has often been driven by headlines regarding the European situation.

<sup>1</sup> European banks appear less willing to lend to one another in the interbank market, as shown by the increase in the amounts deposited by banks at the ECB's deposit facility.

**Chart 11: Euro-area sovereigns, even some larger core countries, are facing rising funding costs**

10-year sovereign yield spreads over German bonds, daily data

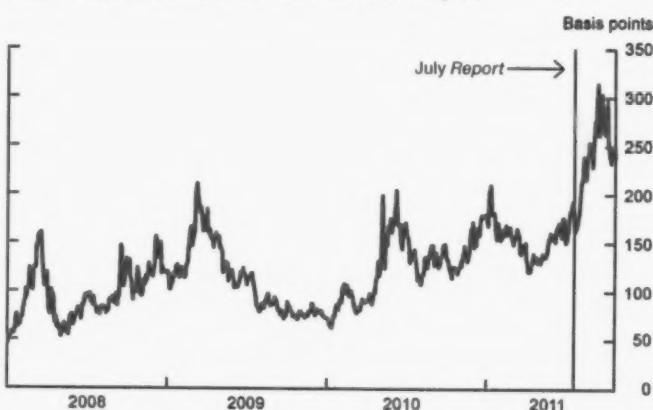


Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

**Chart 12: The costs of insuring European bank debt have risen sharply since the July Report**

iTraxx 5-year Senior European Financial CDS Index, daily data



Source: Markit

Last observation: 21 October 2011

## Outlook for the Global Economy

Global economic growth is projected to slow to slightly above 3 per cent in 2012, well below expectations at the time of the *July Report* (**Table 1**). Ongoing deleveraging by households, banks and governments, declining confidence, and the sovereign debt crisis in Europe are expected to restrain growth in the advanced economies. Growth in emerging-market economies is projected to slow in response to weakening external demand and the lagged effects of past policy tightening. In 2013, global economic growth is expected to pick up as confidence improves and corrective policy measures expected to be taken in Europe and elsewhere begin to have an effect.

The Bank's base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained and that additional actions will be undertaken to ensure debt sustainability, strengthen banks' capital buffers, and create a larger and more effective fund to stabilize the funding costs of affected sovereigns at sustainable levels. This assumption is clearly subject to downside risks.

*The Bank's base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained . . .*

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth (per cent) <sup>b</sup>			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	3.0 (2.9)	1.7 (2.4)	1.7 (3.2)	3.3 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (2.0)	0.2 (1.6)	1.5 (1.9)
Japan	6	4.0 (4.0)	-0.6 (-0.6)	2.0 (2.9)	2.5 (3.0)
China	13	10.4 (10.3)	9.1 (9.3)	8.2 (8.6)	8.2 (8.1)
Rest of the world	46	5.7 (5.5)	4.3 (4.2)	3.3 (3.8)	3.4 (3.6)
World	100	5.1 (5.0)	3.8 (3.9)	3.1 (4.0)	3.7 (3.9)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2011 *Monetary Policy Report*.  
Source: Bank of Canada

*... but the Bank nonetheless projects a mild recession in the euro area beginning at the end of 2011*

*U.S. economic growth is expected to strengthen gradually, starting in the second half of 2012*

*Fiscal consolidation in the United States is expected to exert an important drag on growth*

Financial strains, bank deleveraging, fiscal austerity measures and declining confidence lead nonetheless to a mild recession in the euro area beginning at the end of 2011 (**Chart 13**). The weakened state of banks' balance sheets is projected to constrain both consumption and investment growth, with the effects on investment being particularly significant, owing to heavy corporate reliance on bank funding. A modest recovery is expected to start in mid-2012, when credit conditions begin to improve. Real GDP growth is projected to gather some momentum in 2013 as the benefits from the reforms put in place to address the debt crisis begin to materialize and confidence gradually improves.

Real GDP growth in the United States is projected to remain weak through the first half of 2012, averaging about 1 1/4 per cent, or around levels at which the probability of recession increases.<sup>2</sup> However, U.S. economic growth is expected to strengthen gradually, starting in the second half of 2012, in response to an easing in monetary conditions and an improvement in the situation in Europe. Consistent with the historical experience following severe financial crises elsewhere, growth is projected to remain quite modest (**Chart 14** and **Technical Box 1**). GDP growth in 2013 rebounds to 3.3 per cent, but the level of real GDP by the end of the projection horizon is still well below that anticipated in the July *Report*.

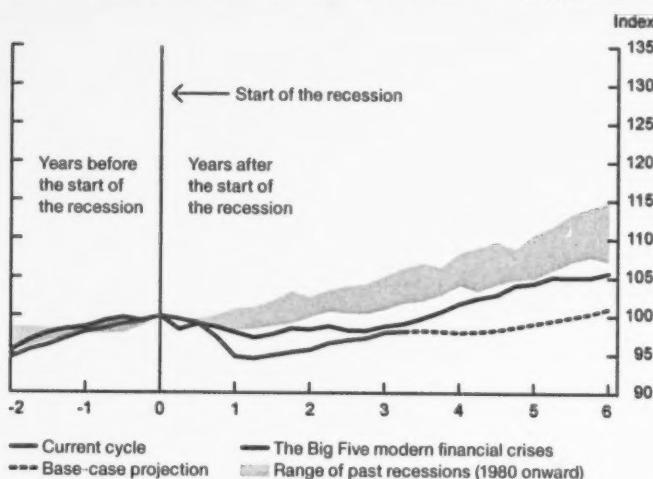
Fiscal consolidation in the United States is expected to exert an important drag on growth of about 1 percentage point in 2012 and 2 percentage points in 2013. This is slightly larger than anticipated in the July *Report*, reflecting new measures to restrain government spending adopted as part of the agreement to raise the U.S. debt ceiling. The Bank's projection does not include any of the new fiscal stimulus measures proposed by the U.S. administration in the American Jobs Act. If fully implemented, these measures could add as much as 1.3 percentage points to growth in 2012 through tax reductions and increases in expenditures and transfers, but would subtract close to 1 percentage point from growth in 2013, when many of the proposed measures begin to expire.

Growth in U.S. consumption is expected to be held back by ongoing elevated savings rates and a subdued recovery in labour market conditions, as well as the drag from fiscal consolidation, which will lower household disposable income. An easing in financial conditions in response to the

**2** Historically, very low rates of real GDP growth, consistent with a stall speed, have been associated with an increased probability of a recession. For more analysis, refer to: J. J. Nalewaik, "Forecasting Recessions Using Stall Speeds," *Finance and Economics Discussion Series*, Publication No. 2011-24, Board of Governors of the Federal Reserve, 2011.

**Chart 13: The euro area is projected to enter a mild recession at the end of 2011, followed by a modest recovery in mid-2012**

Euro-area real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data

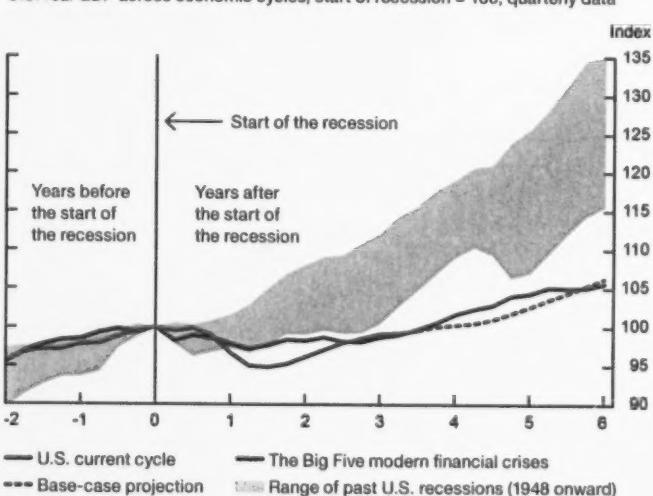


Note: The Big Five modern financial crises as described in Reinhart and Rogoff (2008) are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: Eurostat and Organisation for Economic Co-operation and Development

**Chart 14: U.S. real GDP growth is projected to remain modest, consistent with the historical experience after severe financial crises**

U.S. real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises as described in Reinhart and Rogoff (2008) are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Organisation for Economic Co-operation and Development

U.S. Federal Reserve's balance-sheet operations is projected to provide some offsetting support. The level of residential construction is expected to remain weak over 2012–13, with a gradual recovery beginning only around the middle of 2012. Growth in the construction of non-residential structures is projected to continue at a modest pace through 2013, supported by a gradual easing in lending conditions.

Exports and business investment in equipment and software should continue to provide important support for U.S. economic growth over the coming years. After some slowing during the first half of 2012, business investment is expected to grow robustly over the remainder of the projection horizon, boosted by the low cost of capital and gradually improving economic conditions. In 2012, export growth is constrained by weakening global demand, but is projected to strengthen in 2013 in tandem with the recovery in the global economy.

---

*Reconstruction activities are expected to boost economic growth in Japan*

---

*Real GDP growth in China and other emerging-market economies is expected to moderate to a more sustainable pace*

---

*Commodity prices are projected to remain roughly 10 per cent below the levels anticipated at the time of the July Report*

---

Reconstruction activities are expected to boost economic growth in Japan over 2012–13. Growth is projected to be significantly weaker than was anticipated in the July Report, however, owing to reduced prospects for global economic growth and the recent sharp appreciation of the yen.

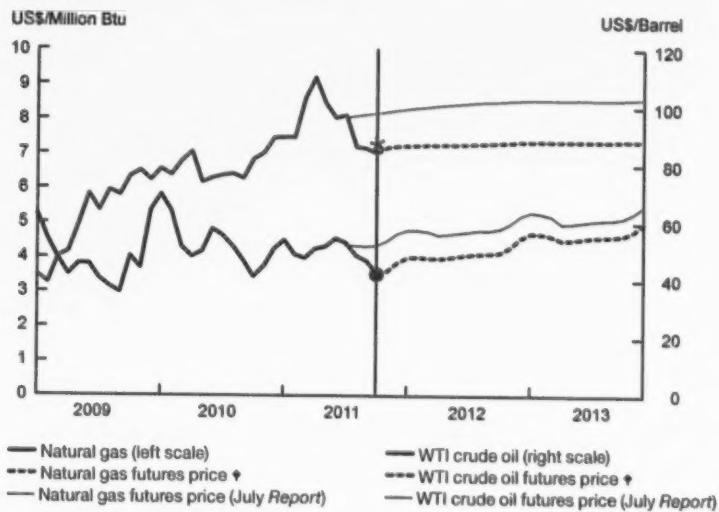
Real GDP growth in China and other emerging-market economies is expected to moderate to a more sustainable pace over the projection horizon in response to slowing growth in advanced economies. At the same time, a gradual rotation away from exports and toward stronger consumption is projected, facilitated by structural policies and a modest appreciation of the real effective exchange rates in China and other emerging-market economies. These developments, combined with lower commodity prices, are expected to dampen inflation pressures.

Commodity prices are projected to remain roughly 10 per cent below the levels anticipated at the time of the July Report. Steady demand from emerging-market economies and limited increases in supply should nevertheless keep prices at levels that are relatively high by historical standards. Prices for non-energy commodities should stay close to current levels through 2013, with a rebound in metals prices offsetting a projected easing in the prices of agricultural products. Based on the latest futures curve, prices for West Texas Intermediate (WTI) crude oil are expected to move within a range of US\$85 to US\$89 per barrel until the end of 2013, down from a range of US\$100 to US\$103 at the time of the July Report (**Chart 15**). According to the latest futures curve, natural gas prices are projected to increase by about 1 per cent in 2012 and 13 per cent in 2013 as environmental standards encourage greater use of natural gas in the United States.

---

**Chart 15: WTI oil prices are expected to remain relatively stable**

Monthly data



\* Spot price for crude oil (21 October 2011)

• Spot price for natural gas (21 October 2011)

↑ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in October 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 21 October 2011.

Source: NYMEX

---



# The Canadian Economy

---

The economic outlook in Canada has weakened, reflecting the substantially downgraded outlook for the global economy. The weaker and more uncertain global economic and financial environment will affect the Canadian economy through financial, confidence and trade channels. As a result, compared with expectations in the July *Report*, the Bank now anticipates a more subdued profile for both final domestic demand and exports over the projection horizon. Overall, the Bank now projects slow growth in real GDP in Canada through mid-2012. Economic growth is expected to improve thereafter, in line with an improved global environment as uncertainty dissipates and confidence recovers. This base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The weaker economic outlook implies greater and more persistent economic slack than anticipated in the July *Report*. As a result, core inflation is projected to be slightly softer than previously expected, declining through 2012 before returning to 2 per cent by the end of 2013. The projection for total CPI inflation has also been revised down, reflecting a lower profile for world energy prices, as well as modestly weaker core inflation. Accordingly, total CPI inflation is expected to decline from its recent peak of over 3 per cent to around 1 per cent by mid-2012, before rising with core inflation to the 2 per cent target as excess supply in the economy is slowly absorbed.

## Recent Developments

### Economic Activity

Economic growth in Canada stalled in the second quarter, owing largely to temporary factors. While the unwinding of these factors has led to a rebound in economic activity in the third quarter, the underlying momentum in the economy has slowed.

Real GDP declined at an annual rate of 0.4 per cent in the second quarter, a weaker outcome than had been expected in the July *Report*, owing to a substantial deterioration in net exports (Chart 16). Exports declined markedly in the second quarter, reflecting softer foreign demand and ongoing challenges to Canadian competitiveness, as well as important temporary factors. These factors included the anticipated adverse impact of supply-chain disruptions resulting from the disasters in Japan earlier in the year, as well as other unanticipated disruptions that constrained activities in the energy sector. Imports continued to grow robustly in the second quarter, reflecting large increases in Canadian business investment in machinery and equipment and in inventories.

---

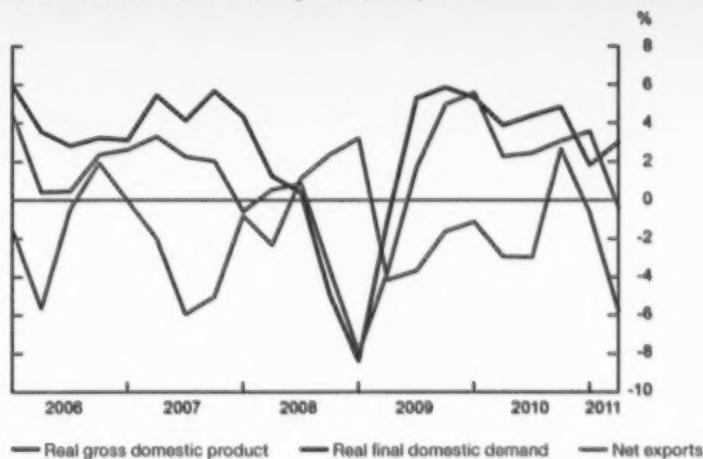
*The Bank now projects slow growth in real GDP in Canada through mid-2012*

---

*The underlying momentum in the economy has slowed*

**Chart 16: Growth in Canadian real GDP stalled in the second quarter as net exports plunged**

Contribution to annualized real GDP growth, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2011Q2

*Growth in final domestic demand remained solid in the second quarter*

*Business fixed investment continued to recover strongly*

Growth in final domestic demand remained solid in the second quarter, with all its major components contributing to the increase. Consumer spending picked up after a very weak first quarter. The pace of growth in consumption remained subdued compared with that registered during the recovery, however, reflecting the adjustment to higher food and energy prices, as well as slower growth in personal disposable income. Growth in residential investment fell off sharply in the second quarter following a large increase in the first quarter, when some activity was pulled forward in advance of changes to the regulations for mortgage insurance. Business fixed investment continued to recover strongly in the second quarter, including a temporary boost from the purchase of a large natural gas platform. Government expenditures, incorporating spending from all levels of government, also continued to contribute to real GDP growth.

The Bank estimates that economic growth rebounded to 2.0 per cent in the third quarter as the temporary factors that held back net exports in the second quarter unwound. Growth is expected to slip back in the fourth quarter, however, more accurately reflecting the underlying growth in the economy in an environment of lower confidence and heightened uncertainty.

### Potential Output Growth

The Bank's projection for the growth of potential output in Canada over the 2011–13 period is little changed from the projection in the October 2010 Report (Technical Box 2). Potential output growth is expected to increase from 1.6 per cent in 2011 to 2.1 per cent in 2013. The projection horizon has also been extended to 2014, when the growth of potential output is expected to be 2.2 per cent. As a result of the strong and sustained recovery in investment spending, as well as efficiency gains, trend productivity is projected to improve as Canadian firms strive to adopt best practices in the face of competitive pressures. At the same time, demographic forces will continue to reduce the trend rate of growth of labour input.

## Revisions to Potential Output Growth

Every October, the Bank reassesses the path for potential output growth underpinning its economic outlook. Potential output represents the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. Potential output growth can be thought of as the sum of the growth rates of trend labour input and trend labour productivity.

The growth rate of potential output is expected to increase gradually, from 1.6 per cent in 2011 to 2.2 per cent in 2014 (**Table 2-A**). This upward trend is driven by a continued improvement in the growth of trend labour productivity, which is expected to be partly offset by a slowing in the growth of trend labour input over the 2011–14 period.

The projected improvement in the growth of trend labour productivity is supported by the sustained recovery in investment spending, based on the relatively low cost of imported investment goods associated with the strong Canadian dollar, and by international competitiveness pressures. Enhanced competition also leads to efficiency gains as Canadian firms adopt best practices and catch up with changes in technology.<sup>1</sup> The Bank estimates growth in trend labour productivity of 0.7 per cent in 2011, rising to 1.5 per cent by 2014.

<sup>1</sup> This view is supported by results from the Bank of Canada's *Business Outlook Surveys*.

**Table 2-A: Assumptions for the growth of potential output**

	2011	2012	2013	2014
Potential output	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2
Trend labour productivity	0.7 (0.9)	1.1 (1.1)	1.3 (1.3)	1.5
Trend labour input	0.9 (0.9)	0.9 (0.9)	0.8 (0.8)	0.7

Figures in parentheses correspond to the October 2010 scenario.

Owing to demographic factors, the growth rate of trend labour input over the projection horizon is expected to moderate from 0.9 per cent in 2011 to 0.7 per cent in 2014. This slowdown is driven by a deceleration in the growth of the working-age population, which continues throughout 2014 and beyond.

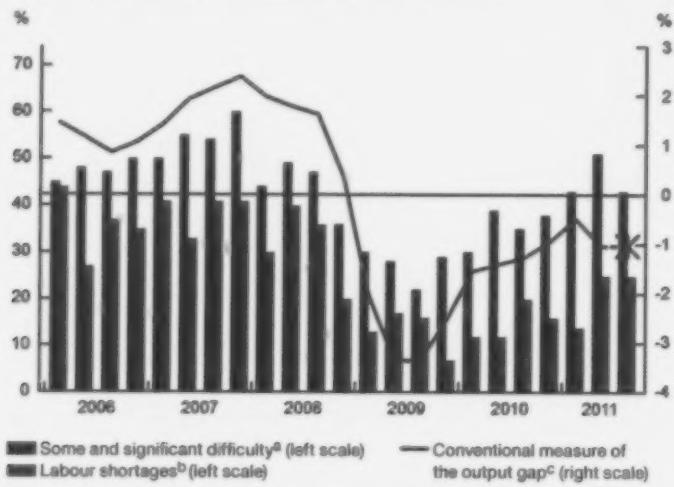
These broad forces were incorporated into the Bank's projection for potential output in October 2010. Potential output growth in 2011 has been revised down slightly, reflecting incoming data on productivity. The current projection for potential output growth over the 2012–13 period is, however, similar to that in October 2010. In 2014, a continued pickup in trend labour productivity is expected to offset the slower growth in trend labour input, leading to a further increase in the growth rate of potential output.

## Estimated Pressures on Capacity

Various indicators suggest greater economic slack in recent months. The level of real GDP has been markedly lower in the second and third quarters than the Bank had projected, suggesting that the output gap in the third quarter was considerably wider than anticipated in July. The Bank's conventional measure of the output gap continues to suggest a more modest degree of slack, but has also widened noticeably from -0.5 per cent in the first quarter to -1.0 per cent in the third quarter (**Chart 17**). Key labour market indicators, such as the unemployment rate and the proportion of involuntary part-time workers (**Chart 18**), as well as the below-average proportion of firms reporting labour shortages in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Autumn 2011), point to material excess capacity. In addition, the Bank's autumn survey found that the proportion of firms indicating that they would have difficulty responding to an unexpected increase in demand had diminished noticeably in comparison with the previous survey, although it remained near its historical average.

Various indicators suggest greater economic slack in recent months

**Chart 17: Capacity pressures have eased in recent months**



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.

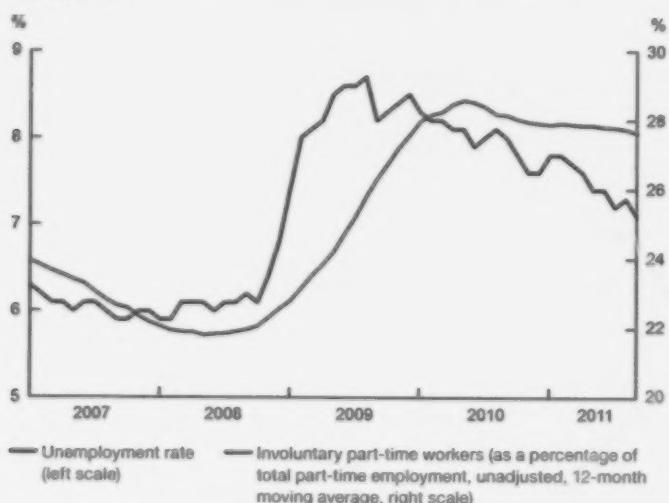
c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the third quarter of 2011 (indicated by \*) is based on a projected increase in output of 2.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q3

**Chart 18: Key indicators suggest significant slack in the labour market**

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: September 2011

*The Bank judges that the economy was operating at about 1 1/4 per cent below its production capacity in the third quarter of 2011*

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 1/4 per cent below its production capacity in the third quarter of 2011, a substantially larger degree of slack than the Bank had anticipated in July.

## Inflation and the 2 Per Cent Target

As anticipated in the July *Report*, core CPI inflation rose to 1.9 per cent in the third quarter from 1.6 per cent in the second quarter (**Chart 19**). Part of this increase reflects the dissipation of the HST effect on year-over-year core inflation.<sup>8</sup> Core food price inflation was somewhat lower than had been anticipated in the July *Report*, but the impact on core inflation was offset by slightly larger than expected increases in the prices of some core services and clothing. Underlying inflation pressures remain contained, reflecting the persistence of excess supply in the economy and modest growth in labour compensation (**Chart 20**), along with the dampening effect from the past appreciation of the Canadian dollar.

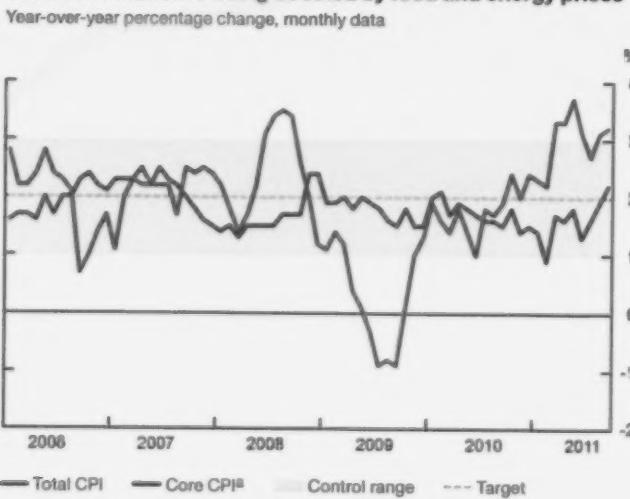
Total CPI inflation fell to 3.0 per cent in the third quarter from 3.4 per cent in the second quarter, as the impact of the introduction of the HST in July 2010 on the year-over-year rate of inflation unwound. The drop in total CPI inflation was somewhat smaller than the Bank had projected in the July *Report*, owing largely to the firmness in gasoline prices despite recent declines in world energy prices, which in turn partly reflects an unusual divergence in the prices of different types of crude oil (**Technical Box 3**).

Recent survey measures indicate that inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target. The October Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 1.9 per cent in 2012. As reported in the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, 88 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also remain consistent with the 2 per cent inflation-control target.

---

As anticipated in the July Report, core CPI inflation rose to 1.9 per cent in the third quarter

**Chart 19: Total CPI inflation is being boosted by food and energy prices**



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: September 2011

---

<sup>8</sup> The introduction of the HST in Ontario and British Columbia in July 2010 has had a dampening effect, amounting to 0.3 percentage points, on core inflation through tax refunds passed on by businesses. This effect was smaller than the direct positive effect of the introduction of the HST, which is reflected in total CPI inflation, and resulted in a boost to total inflation beginning in the third quarter of 2010. Both of these temporary effects unwound in the third quarter of 2011, pushing core inflation up and total inflation down.

### Technical Box 3

## The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices

The price of gasoline at the pump is composed of the cost of crude oil, taxes and the profit margins of refiners and retailers. Of these, the cost of crude oil is generally the most significant factor driving variations in the price of gasoline. While the petroleum refined in Canada comes from different grades of crude oil, the price of West Texas Intermediate (WTI),<sup>1</sup> the main U.S. benchmark, has historically been a good proxy for the crude costs of Canadian refineries, closely tracking fluctuations in Canadian gasoline prices.

Since the beginning of 2011, however, the price of gasoline in Canada has increased by more than the price of WTI, on net, and has largely failed to decline in conjunction with the sharp drop in the price of WTI since the spring (**Chart 3-A**). In September 2011, gasoline prices were about 20 per cent higher than their historical relationship with WTI would suggest, a difference amounting to an additional 1.2 per cent on the level of total CPI.<sup>2</sup> This can be explained by a combination of structural factors, taxes and changes in profit margins, as discussed below.

Depending on their location, Canadian refineries acquire different blends of crude oil. While refineries in Central Canada use a high concentration of crude oil that is priced off WTI, refineries on either coast make much greater use of other grades of crude oil that are priced off Brent, which is the main benchmark outside of North America. At the national level, refineries in Canada use roughly equal proportions of crude oil priced off WTI and Brent, on average.<sup>3</sup> Historically, the relative use of these two types of crude did not matter in determining the average cost of crude oil for Canadian refiners, since the prices of the two crudes tracked closely together.

However, since the beginning of the year, WTI has traded at a growing discount relative to Brent (**Chart 3-B**), as a result of an excess supply of oil accumulating at Cushing (Oklahoma). The current price of WTI is US\$87, compared with US\$109 for

**Chart 3-A: In 2011, gasoline prices have been much stronger than the WTI benchmark would suggest**

Index: 2002 = 100, monthly data



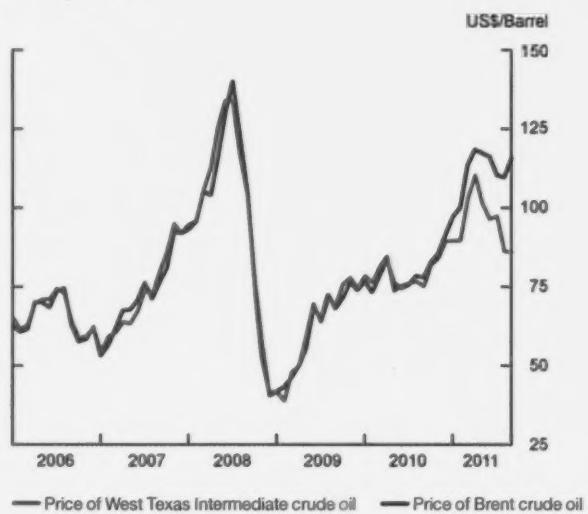
a. Fitted values obtained from regressing CPI gasoline prices on WTI (Can\$) over the 2000–10 sample period

Sources: Statistics Canada  
and Bank of Canada calculations

Last observation: September 2011

**Chart 3-B: Brent has diverged from WTI in 2011**

Monthly data



Source: Commodity Research Bureau Last observation: September 2011

1 There were deviations from this historical relationship during 2005–07 as a result of some refinery disruptions, including those stemming from Hurricane Katrina.

2 This includes a boost of 0.2 percentage points, owing to the impact on the level of national gasoline prices of the introduction of the HST in Ontario.

3 Based on data from the Canadian Association of Petroleum Producers regarding the capacity of refiners.

(continued)

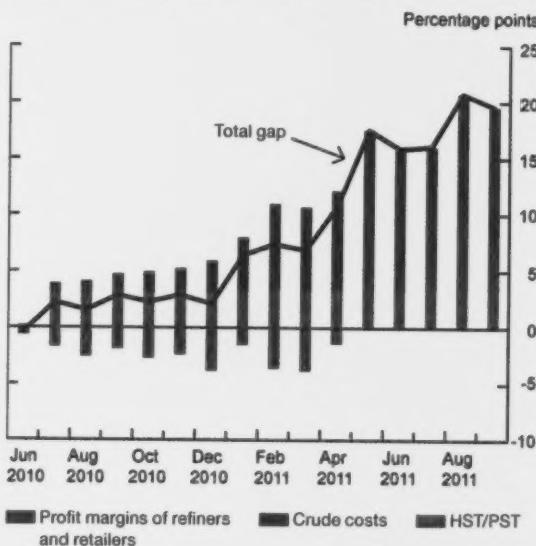
Technical Box 3 (continued)

## The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices

Brent, a discount several times larger than has been typical historically. In this context, the crude costs paid by Canadian refineries have, on average, been higher than those implied by WTI. Partly as a result, gasoline prices in Canada have remained relatively elevated at the national level. Taxes and profit margins have also played a role (**Chart 3-C**).

**Chart 3-C: Since the beginning of the year, the growing gap between gasoline prices and WTI can be attributed to changes in both crude costs and profit margins**

Contribution of various factors to the gap between actual gasoline prices and those implied by their historical relationship with WTI, monthly data



Note: Calculations performed under the assumption that the mix of petroleum refined in Canada is priced off WTI at 57 per cent and off Brent at 43 per cent

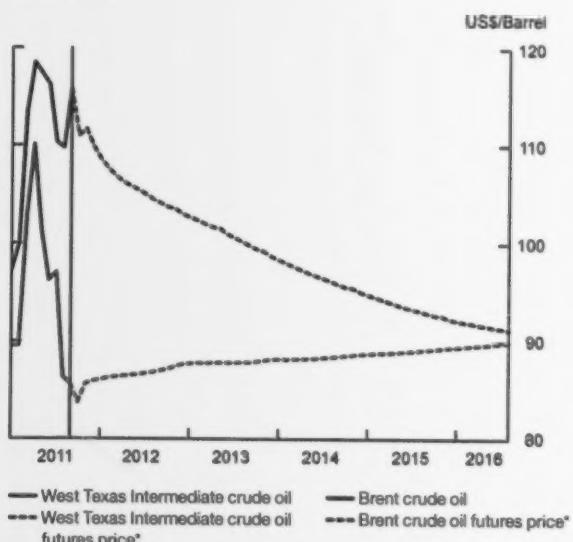
Sources: Statistics Canada, Commodity Research Bureau and Bank of Canada calculations Last observation: September 2011

Different regions of the country have been affected to varying degrees, however, reflecting differences in both the blends of crude oil used by refiners and the responses of their profit margins.

Based on oil-price futures, the discount on WTI relative to Brent is expected to persist for a few more years (**Chart 3-D**). Canadian crude costs are thus expected to remain persistently elevated relative to WTI, which affects the projection for gasoline prices and the total CPI.

**Chart 3-D: Financial markets are pricing the closing of the Brent-WTI gap only in 2016**

Monthly data

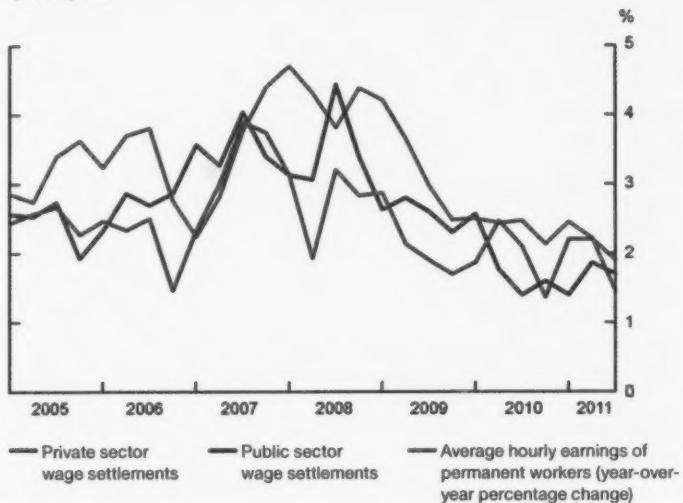


\* Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

Sources: Commodity Research Bureau and Bloomberg

### Chart 20: Wage growth remains modest

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements, quarterly data



Note: The 2011Q3 numbers for wage settlements in the private and public sectors are the average of July and August data.

Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada      Last observation: 2011Q3

### Canadian Financial Conditions

*The aggregate supply and price of credit in Canada remain very stimulative*

The aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative (**Chart 21**), providing important ongoing support to the economic expansion. Canadian banks remain well positioned to lend, owing to their strong financial positions and relatively low funding costs. Results from the *Business Outlook Survey* suggest that the terms and conditions for firms obtaining financing from financial institutions have eased further in recent months, particularly for small and medium-sized businesses. This was consistent with the Bank's *Senior Loan Officer Survey* for the third quarter of 2011 (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2011Q3), which also indicated a further easing in lending conditions (**Chart 22**), mainly reflecting competition among lenders.

Overall financial conditions in Canada have tightened slightly since the July *Report*, however, as conditions in capital markets have deteriorated. Increased risk aversion, heightened volatility and weaker growth expectations across global markets have weighed on capital market conditions in recent months. While Canadian government bond yields have declined substantially, corporate spreads have widened and market access has tightened for less-creditworthy borrowers. In addition, the S&P/TSX Composite Index has fallen by more than 15 per cent from its peak in April 2011. As a result, the volume of bond and equity issuance has diminished noticeably compared with earlier in the year.

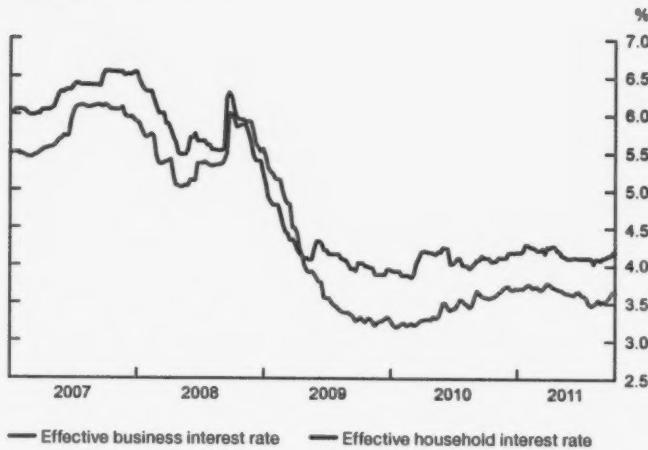
Reflecting the ongoing recovery in business investment, growth in total business credit has remained solid in recent months.

*As anticipated, the growth of household credit has slowed to a rate below its historical average*

As anticipated, the growth of household credit has slowed to a rate below its historical average in recent months with the passing of the temporary factors that boosted the demand for residential mortgage credit in the first quarter (**Chart 23**). These factors include the lagged effects of the surge in sales of existing homes in the fourth quarter of last year, as well as

**Chart 21: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels**

Weekly data

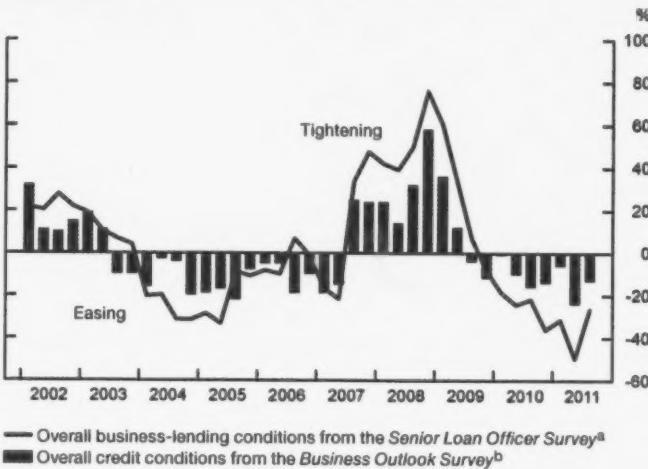


Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>  
Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 21 October 2011

**Chart 22: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2011Q3**

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions  
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions  
Source: Bank of Canada

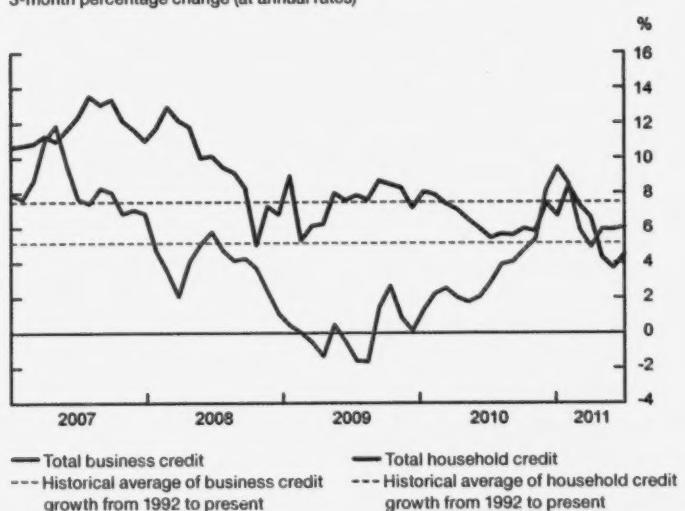
Last observation: 2011Q3

some pulling forward of activity related to changes to mortgage insurance regulations.

Growth in the narrow monetary aggregates has rebounded in recent months, implying some reintensification of liquidity preference as uncertainty has risen. Growth in the broader M2++ aggregate has, however, remained moderate in recent months, continuing to suggest subdued inflation pressures ahead.

**Chart 23: The growth of business credit remains solid while that of household credit has slowed to a rate below its historical average**

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: August 2011

## Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged around 99 cents U.S. since the September fixed announcement date, which is below the level of 103 cents U.S. assumed in the July Report. The Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) has depreciated by an amount similar to the exchange rate with the United States (**Chart 24**).

**Chart 24: The Canadian dollar has declined since the July Report**

Daily data

Index

130

120

110

100

90

2008

2009

2010

2011

US\$

1.10

1.05

1.00

0.95

0.90

0.85

0.80

0.75

July Report →

CERI: Canadian-dollar effective exchange rate index (against U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso and Chinese renminbi) (left scale, 1992 = 100)

Closing spot exchange rate for Canadian dollar vis-à-vis U.S. dollar (right scale)

Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 21 October 2011

# Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 99 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities remaining at elevated levels; and heightened uncertainty and relatively volatile global financial conditions persisting through mid-2012, before improving gradually.

## Aggregate Demand and Supply

The Bank now sees the Canadian economy growing slowly through mid-2012, after which growth is projected to improve. This projection assumes that the crisis in Europe will be contained, leading to reduced uncertainty and a gradual return of confidence (**Table 2** and **Chart 25**). On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012, while growth in 2013 is expected to pick up temporarily above the rate of potential (to 2.9 per cent). This growth profile implies that the economy is now projected to return to full capacity by the end of 2013.

This base-case projection for the Canadian economy is weaker than in the *July Report*, with the significantly less-favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels. Domestic demand is expected to remain the principal driver of growth over the projection horizon (**Chart 26**), although at a more subdued pace than previously anticipated. Household expenditures are now projected to grow relatively modestly, as lower commodity prices and heightened volatility in financial markets weigh on the incomes, wealth and confidence of Canadian households (**Chart 27**). Business fixed investment is still expected to grow solidly in response to very stimulative financial conditions and heightened competitive pressures, although it will be dampened by the weaker and more uncertain global economic environment. The projected profile for Canadian exports has also been revised down, reflecting the lower level of foreign economic activity. Net exports are expected to remain a source of weakness, owing to sluggish foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

---

*The Bank now sees the Canadian economy growing slowly through mid-2012, after which growth is projected to improve*

---

*The significantly less-favourable external environment is affecting Canada through financial, confidence and trade channels*

---

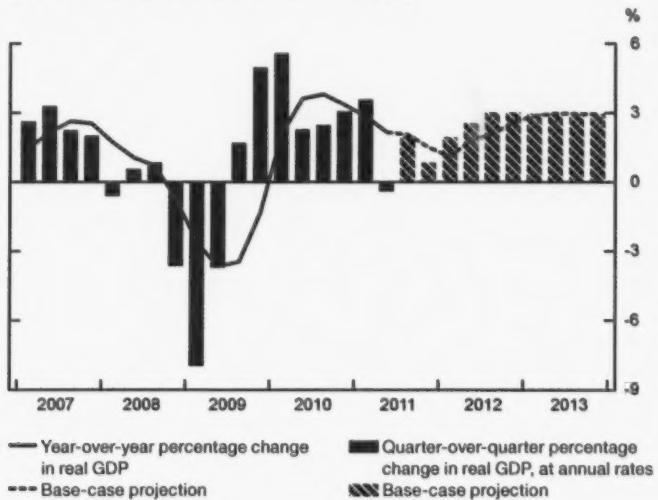
**Table 2: Contributions to average annual real GDP growth**

Percentage points<sup>a</sup>

	2010	2011	2012	2013
Consumption	2.0 (2.0)	1.0 (1.3)	1.2 (1.6)	1.4 (1.1)
Housing	0.7 (0.7)	0.1 (0.1)	0.0 (0.0)	0.1 (0.0)
Government	1.2 (1.2)	0.3 (-0.1)	-0.1 (-0.3)	0.3 (0.2)
Business fixed investment	0.8 (0.8)	1.4 (1.6)	0.7 (1.1)	1.0 (0.7)
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>4.7 (4.7)</b>	<b>2.8 (2.9)</b>	<b>1.8 (2.4)</b>	<b>2.8 (2.0)</b>
Exports	1.8 (1.8)	1.2 (1.3)	0.9 (1.1)	1.1 (1.1)
Imports	-4.0 (-4.0)	-2.1 (-1.7)	-0.7 (-0.8)	-1.0 (-1.0)
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-2.1 (-2.1)</b>	<b>-0.9 (-0.4)</b>	<b>0.2 (0.3)</b>	<b>0.1 (0.1)</b>
Inventories	0.6 (0.6)	0.2 (0.3)	-0.1 (-0.1)	0.0 (0.0)
GDP	3.2 (3.2)	2.1 (2.8)	1.9 (2.6)	2.9 (2.1)
Memo items:				
Potential output	1.6 (1.6)	1.6 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)
Real gross domestic income (GDI)	5.0 (5.0)	2.8 (4.1)	1.1 (2.9)	3.6 (2.2)

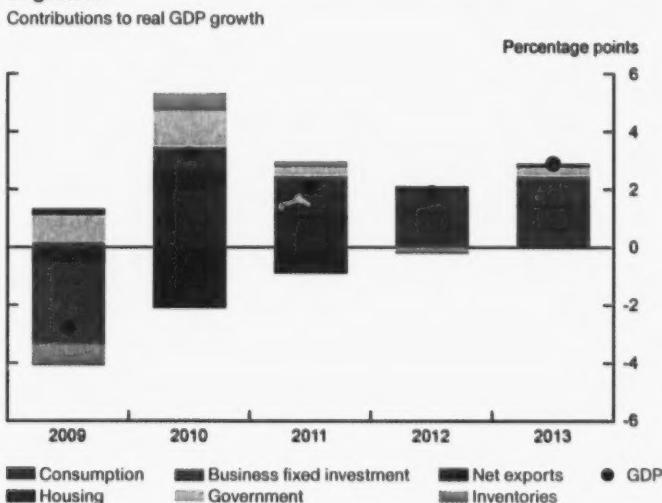
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2011 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in this Report.

**Chart 25: Real GDP growth is expected to pick up through 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

**Chart 26: Domestic demand is projected to remain the primary driver of growth**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

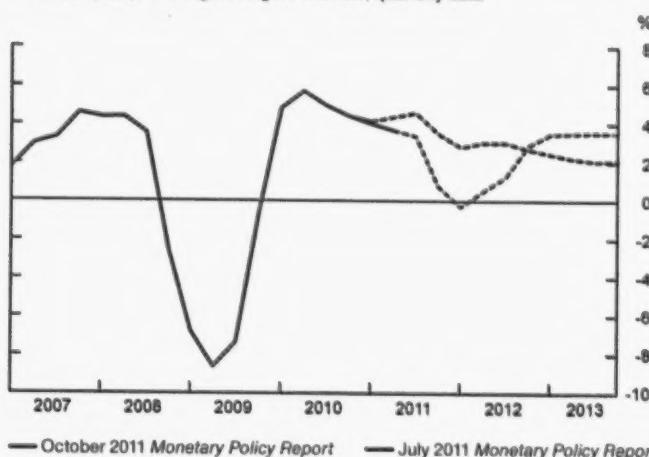
*The Bank expects relatively modest growth in household expenditures over the projection horizon*

The Bank expects relatively modest growth in household expenditures over the projection horizon, compared with both the rapid pace seen during the recovery and the outlook presented in the July Report. Lower commodity prices and heightened volatility in financial markets stemming from the weaker and more uncertain global economic outlook are projected to weigh on the wealth and confidence of Canadian households, resulting in a higher savings rate amid more moderate growth in personal disposable income than was projected in July (Chart 28). As a result, the Bank continues to expect a moderation in the upward trajectory of the household debt-to-income ratio. In this context, the Bank also continues to expect household expenditures as a share of the economy to decline gradually toward its historical average (Chart 29).

---

**Chart 27: The less-favourable external environment is affecting Canada partly through lower commodity prices, which depress real gross domestic income**

Year-over-year percentage change in real GDI, quarterly data

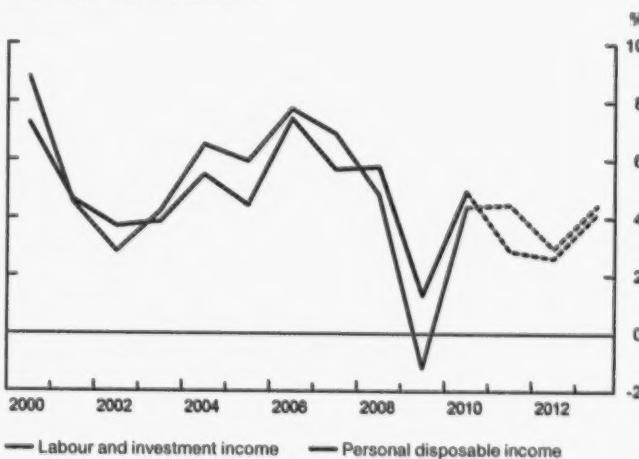


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

---

**Chart 28: Growth in personal disposable income is expected to moderate over the projection horizon**

Percentage change, annual data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

As in July, business fixed investment is expected to continue to grow solidly over the projection horizon, with considerable scope remaining to make up for the unusually sharp decline experienced during the recession (Chart 30). The outlook for investment continues to be underpinned by the solid financial positions of Canadian firms, favourable credit conditions and relatively high commodity prices, as well as the impetus to improve productivity in response to heightened pressures to become more competitive. However, a somewhat more subdued profile than had been anticipated for the growth of business fixed investment is expected over the near term, reflecting the effects on confidence from the uncertain economic outlook, as well as lower but still elevated commodity prices. This projection for business investment is consistent with the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, which showed that investment intentions remain strong, albeit slightly less so than in previous

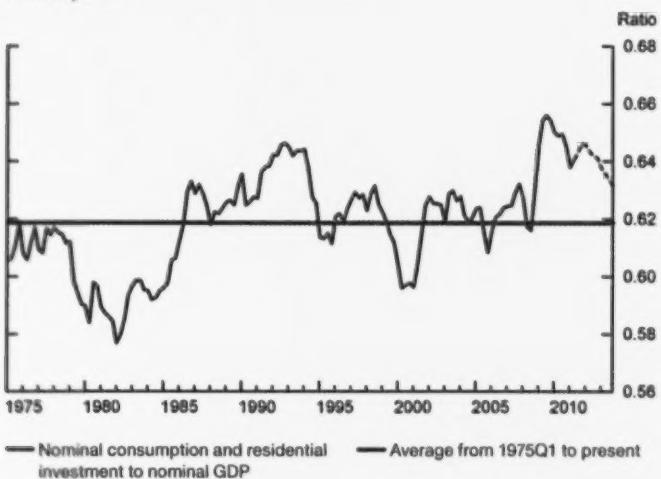
---

*Business fixed investment is expected to continue to grow solidly*

---

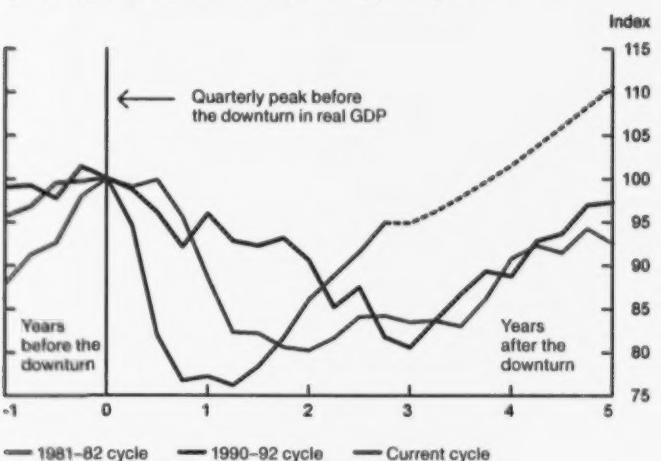
**Chart 29: The share of household expenditures in GDP is expected to decline****gradually toward its historical average**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

---

**Chart 30: Business fixed investment is projected to remain robust**Comparison of real business fixed investment across economic cycles;  
quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

surveys, as some firms indicated a more cautious approach to their capital spending plans and a possible postponement of projects, given the uncertainty in the current environment.

The Bank's base-case projection assumes that the contribution of government spending to real GDP growth will be negative through the balance of 2011 and into 2012, consistent with the previously announced unwinding of fiscal stimulus. The profile for government expenditures has been adjusted upward from the July Report, incorporating the latest national accounts estimates and information from all levels of government.

Canadian exports are now projected to be weaker than anticipated in the July Report, owing to the significantly weaker outlook for foreign demand. Nonetheless, the Bank continues to expect modest growth in exports over the projection horizon, owing to the upward trajectory of U.S. activity, the composition of which is still projected to shift in a relatively favourable manner for Canadian exporters.<sup>4</sup> Imports are expected to grow modestly over the projection horizon, largely reflecting the adverse consequences of the unsettled global economic and financial environment for domestic demand in Canada. Overall, net exports are expected to remain a source of weakness.

Net exports are expected to remain a source of weakness

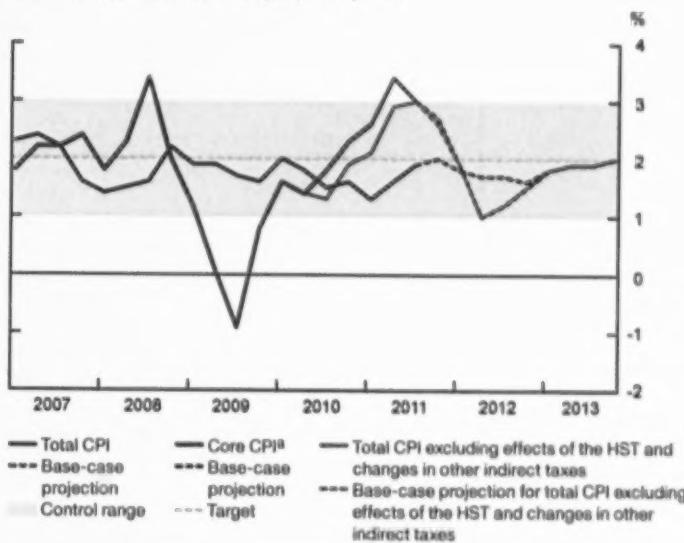
## The Projection for Inflation

The Bank expects core inflation to remain close to 2 per cent in the near term, as anticipated in the July Report, before declining through 2012 as considerable economic slack persists and food price inflation slows. Core inflation is then expected to return to 2 per cent by the end of 2013 as excess supply in the economy is slowly absorbed, the growth of labour compensation increases modestly and inflation expectations remain well anchored (**Table 3** and **Chart 31**). This profile for core inflation is slightly softer than was anticipated in the July Report, reflecting the weaker outlook for the Canadian economy.

Total CPI inflation is projected to continue to fall in coming quarters, reflecting the gradual impact on gasoline prices of lower oil prices. Total CPI inflation is projected to drop to around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013. This return to target is somewhat later than had been anticipated in the July Report, owing to the downward revision to core inflation and to the lower profile assumed for world commodity prices.

Total CPI inflation is projected to drop to around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013

**Chart 31: Total CPI inflation in Canada is projected to fall temporarily near 1 per cent in mid-2012, reflecting the recent decline in world oil prices**  
Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

4 The Bank continues to project that U.S. demand growth will be more concentrated in components such as business fixed investment and residential investment, which incorporate a relatively high degree of Canadian export content.

**Table 3: Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>**

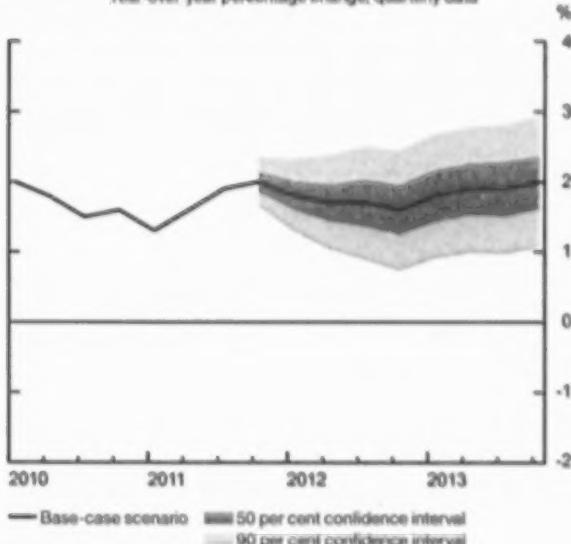
	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.6 (3.9)	-0.4 (1.5)	2.0 (2.8)	0.8 (2.9)	1.9 (2.9)	2.5 (2.6)	3.0 (2.5)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.9 (2.9)	2.2 (2.7)	2.1 (2.8)	1.5 (2.8)	1.1 (2.5)	1.8 (2.8)	2.1 (2.7)	2.6 (2.5)	2.9 (2.3)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	2.9 (2.1)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.7)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	1.8 (2.1)	1.7 (2.0)	1.7 (2.0)	1.6 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (2.8)	2.7 (2.6)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (2.8)	2.6 (2.5)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (97)	85 (98)	87 (100)	87 (101)	87 (102)	88 (102)	88 (103)	88 (103)	88 (103)	88 (103)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2011 Monetary Policy Report.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011.

**Chart 32: Projection for core CPI inflation**

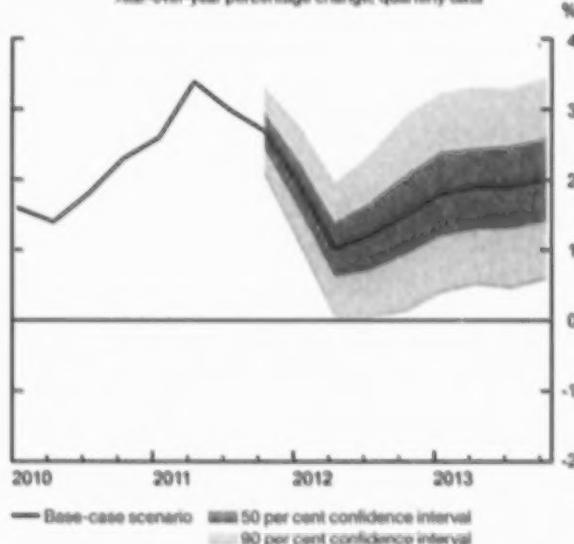
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

**Chart 33: Projection for total CPI inflation**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. Chart 32 and Chart 33 depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the fourth quarter of 2011 to the end of 2013.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; key word search: fan charts.

# Risks to the Outlook

---

The inflation outlook in Canada is subject to several significant risks. In particular, the Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility of a faster-than-expected rebound in business and consumer confidence.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if growth in emerging-market economies does not decelerate to more sustainable levels or if potential output in advanced economies is lower than projected.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With very stimulative financing conditions, borrowing could grow at a faster pace than anticipated.
- Uncertainty about the resolve of policy-makers to address challenges and mounting concern about future economic prospects are having a marked effect on global economic activity. More decisive policy action in the major advanced economies than currently anticipated could lift confidence more rapidly than currently projected.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe, the increased probability of a recession in the U.S. economy, and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

- Failure to contain the crisis in Europe is the most serious risk facing the global and Canadian economies. The effects on Canada through financial, confidence and trade channels would be substantial, given the size and importance of the euro area.
- Economic growth in the United States through the first half of 2011 slowed to levels that in previous periods often preceded a recession. A U.S. recession would have material consequences for growth and inflation in Canada, given the tight trade and financial links between the two countries.
- High household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

---

## Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

**Monetary Policy Report** (January, April, July and October)

**Financial System Review** (June/December)

**Bank of Canada Review** (quarterly; see website for subscription information)

**Business Outlook Survey** (January, April, July and October)

**Senior Loan Officer Survey** (January, April, July and October)\*

**Speeches and Statements by the Governor\***

**Bank of Canada Banking and Financial Statistics** (monthly)\*

**Weekly Financial Statistics** (published each Friday)\*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information**

**Annual Report**

---

\* Available only on the Bank's website

---

**A History of the Canadian Dollar**

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

**Conference Proceedings**

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

**Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers\***

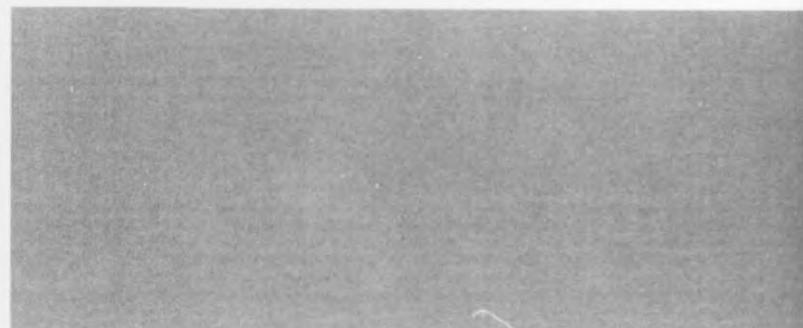
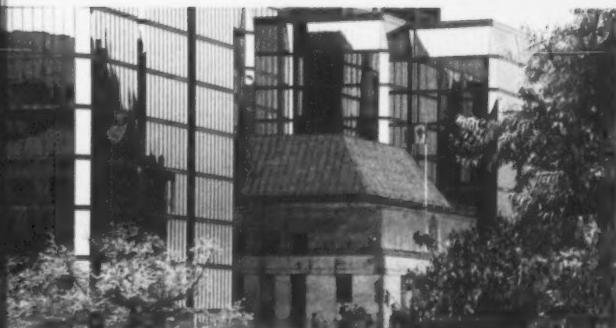
Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2011



# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA\*

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

\* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

---

Octobre 2011

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,  
composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté.

---

---

Les défis qui se présentent dans le contexte économique mondial actuel sont importants, mais les occasions qui s'offrent le sont tout autant. [...] Pour sa part, la Banque du Canada dispose d'une vaste gamme d'outils et de moyens d'action qu'elle continuera à utiliser au besoin pour que les Canadiens puissent saisir ces occasions dans un cadre de stabilité macroéconomique et financière nationale.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada  
20 septembre 2011  
Saint John (Nouveau-Brunswick)*

---

# Table des matières

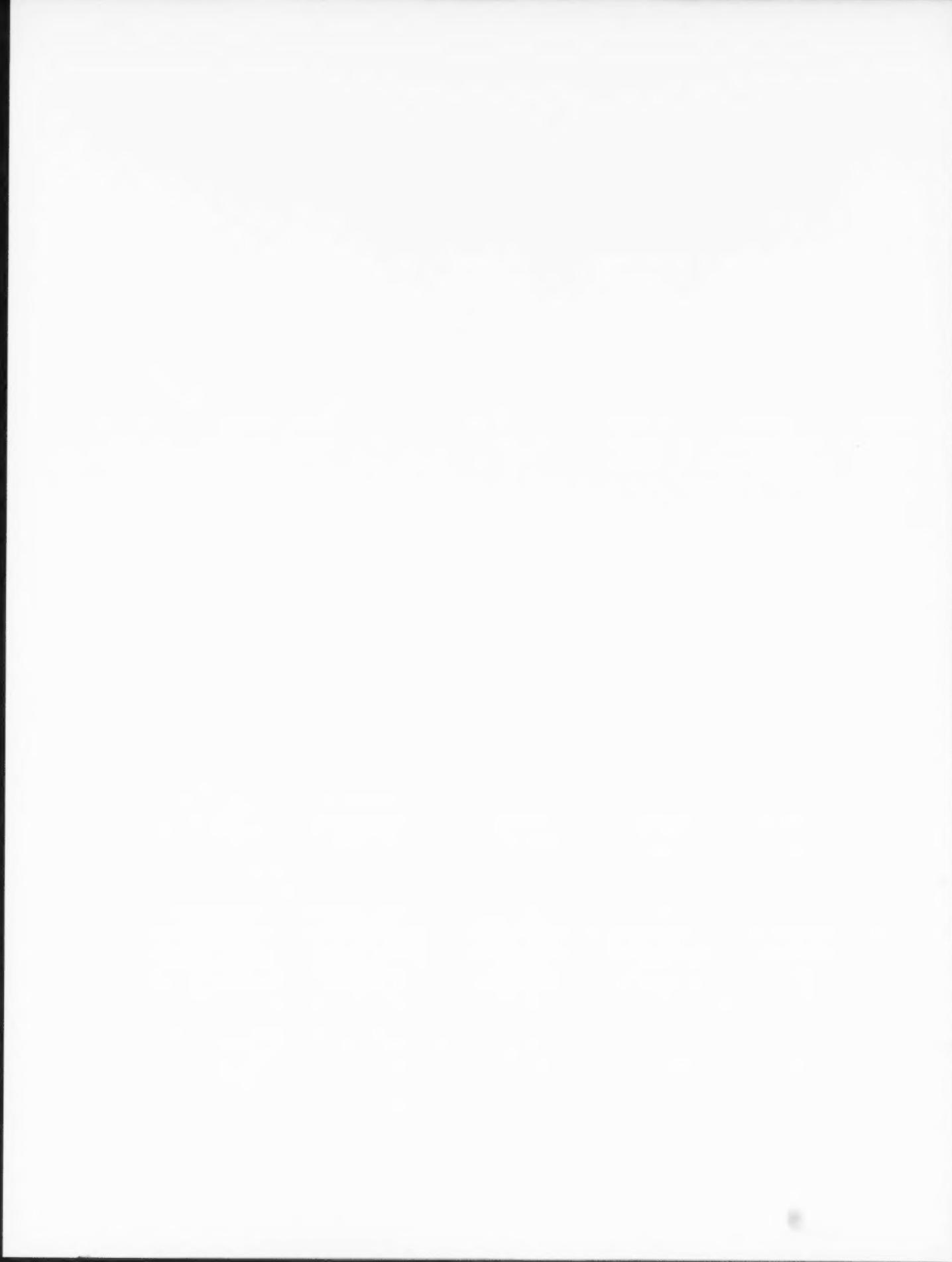
---

<b>Vue d'ensemble .....</b>	1
<b>L'économie mondiale.....</b>	3
L'évolution récente.....	3
L'évolution des marchés financiers mondiaux.....	10
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale .....	12
<b>L'économie canadienne.....</b>	17
L'évolution récente.....	17
L'activité économique .....	17
La croissance de la production potentielle.....	19
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	20
L'inflation et la cible de 2 %.....	21
Les conditions financières au Canada .....	25
Le taux de change.....	27
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne ..	27
L'offre et la demande globales .....	27
La projection en matière d'inflation.....	32
<b>Les risques entourant les perspectives .....</b>	35

## Notes techniques

<b>La réduction des leviers d'endettement aux     États-Unis continuera de brider la croissance .....</b>	6
<b>Révisions touchant la croissance     de la production potentielle .....</b>	19
<b>La relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence...</b>	23

---



# Vue d'ensemble

---

L'économie mondiale a fortement ralenti, plusieurs des risques à la baisse entourant la projection énoncée en juillet s'étant matérialisés. La volatilité des marchés financiers s'est intensifiée et on a observé une baisse généralisée de l'appétit pour le risque dans les marchés mondiaux. Les effets combinés de la réduction en cours du levier d'endettement des banques et des ménages, de l'austérité budgétaire accrue et de la baisse de la confiance des entreprises et des consommateurs devraient restreindre la croissance dans les économies avancées. La Banque s'attend maintenant à ce que la zone euro, où cette dynamique se manifeste avec le plus d'acuité, connaisse une brève récession. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que la crise de la zone euro sera contenue, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Aux États-Unis, on prévoit que le recul de la confiance des ménages, le durcissement des conditions financières et le freinage budgétaire plus marqué modéreront la croissance du PIB réel d'ici la fin du premier semestre de 2012, et que la croissance se raffermira graduellement par la suite. Au Japon, les efforts de reconstruction devraient stimuler la croissance en 2012-2013, même si l'économie japonaise sera bridée par la baisse de l'activité à l'échelle mondiale et par la vive appréciation du yen. L'expansion en Chine et dans les autres économies émergentes devrait passer à un rythme plus soutenable, en réaction à la demande extérieure plus faible et aux effets retardés du resserrement passé des politiques. Cette évolution, conjuguée aux baisses récentes des cours des produits de base, devrait contribuer à atténuer les pressions inflationnistes dans le monde.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne se sont assombries depuis juillet, le contexte extérieur nettement moins favorable ayant des incidences sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux. Même si la croissance a rebondi au pays au troisième trimestre, à la faveur de la disparition des facteurs temporaires, la vigueur sous-jacente de l'économie a diminué et la croissance devrait rester modérée jusqu'au milieu de 2012. La demande intérieure devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection, mais afficher un profil plus faible qu'anticipé précédemment. On prévoit maintenant une croissance relativement modeste des dépenses des ménages, à cause de l'effet négatif qu'ont la baisse des prix des produits de base et la volatilité accrue des marchés financiers sur les revenus, la richesse et la confiance des ménages canadiens. On s'attend toujours à ce que le rythme de progression des investissements fixes des entreprises soit solide, compte tenu des conditions financières très favorables et des pressions concurrentielles accrues, mais qu'il soit tempéré par les perspectives économiques mondiales plus sombres et plus incertaines. Les exportations nettes devraient demeurer

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 21 octobre 2011.*

une source de faiblesse, du fait de l'atonie de la demande étrangère et des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que la croissance sera lente au Canada jusqu'au milieu de 2012, avant de se raffermir alors que la conjoncture économique mondiale s'améliore, que l'incertitude se dissipe et que la confiance remonte. La Banque s'attend à ce que l'économie progresse de 2,1 % en 2011, de 1,9 % en 2012 et de 2,9 % en 2013.

Les perspectives économiques plus faibles se traduisent par des capacités de production excédentaires plus importantes et plus persistantes qu'on ne l'espérait antérieurement, et on anticipe maintenant que l'économie canadienne tournera de nouveau à plein régime à la fin de 2013. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être légèrement plus basse que prévu auparavant et reculer en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été révisée à la baisse, à la lumière du retourment récent des fortes hausses des prix mondiaux de l'énergie survenues précédemment ainsi que du niveau un peu plus bas de l'inflation mesurée par l'indice de référence. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait toucher un creux d'environ 1 % au milieu de 2012, avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % à la fin de 2013, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement.

Plusieurs risques importants, à la hausse et à la baisse, pèsent sur la projection relative à l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la confiance des entreprises et des consommateurs revienne plus rapidement qu'escompté, grâce à la prise de mesures de politique plus résolues dans les grandes économies avancées.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe, à la probabilité accrue d'une récession économique aux États-Unis et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible que prévu.

Dans l'ensemble, la Banque estime que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 25 octobre, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de creux historiques et que le système financier fonctionne bien, la détente monétaire en place au Canada est considérable. La Banque continuera à suivre de près la situation économique et financière au pays et à l'étranger, de même que l'évolution des risques, et à établir la politique monétaire de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

# L'économie mondiale

---

L'économie mondiale a connu une baisse de régime prononcée, plusieurs des risques à la baisse entourant la projection énoncée dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire* s'étant matérialisés. Les difficultés budgétaires et financières aiguës en Europe et les inquiétudes concernant le dynamisme de l'activité économique mondiale ont entraîné une volatilité accrue sur les marchés financiers, une diminution de la confiance des entreprises et des consommateurs ainsi qu'une baisse généralisée de l'appétit pour le risque. Dans ce contexte, les pressions subies par le secteur bancaire européen se sont intensifiées et ont contribué au ralentissement marqué de la croissance économique dans la zone euro. Aux États-Unis, les révisions apportées aux données des comptes nationaux ont révélé que la récente récession a été plus profonde, et la reprise, plus modeste que ce qui avait été indiqué précédemment. La croissance dans bon nombre d'économies émergentes a aussi ralenti, quoiqu'elle demeure relativement robuste. Les cours des produits de base ont considérablement reculé, en raison de l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie mondiale.

Conformément à l'évolution observée par le passé à la suite de graves crises financières, la reprise dans les économies avancées devrait se poursuivre à un rythme beaucoup plus lent que ce que l'on constate généralement durant des périodes d'après-récession. Dans la zone euro, la croissance économique devrait rester atone au cours de la période de projection. Même si, dans sa prévision, la Banque suppose que des mesures sont prises pour contenir la crise, la croissance devrait être brisée par la réduction en cours des leviers d'endettement des banques et des pays souverains et par un rétablissement seulement graduel de la confiance. Aux États-Unis, on s'attend à ce que la croissance du PIB réel se ressente également de l'assainissement des bilans des ménages et du resserrement anticipé de la politique budgétaire. Le rythme d'expansion devrait se modérer dans les pays émergents, en réaction au recul de la demande émanant des économies avancées. En l'absence d'un ajustement des taux de change et compte tenu des progrès limités sur le front du rééquilibrage de la demande mondiale, la faiblesse et le caractère inégal de la reprise en cours devraient persister.

## L'évolution récente

La croissance économique mondiale a fléchi considérablement ces derniers mois, sous l'effet du ralentissement prononcé de l'activité aux États-Unis et dans la zone euro (**Graphique 1**). Le rythme d'expansion a aussi décéléré dans les économies émergentes, quoiqu'il se situait à des niveaux relativement élevés au départ.

---

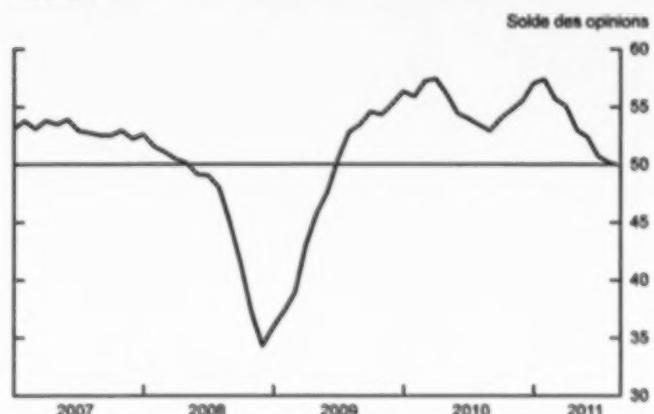
*L'économie mondiale a connu une baisse de régime prononcée.*

---

*Dans la zone euro, la croissance économique devrait rester atone au cours de la période de projection.*

### Graphique 1 : La croissance de l'économie mondiale a beaucoup ralenti ces derniers mois

Indice des directeurs d'achat (tendances du secteur manufacturier mondial), données mensuelles



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite qui montre les conditions du secteur manufacturier. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique qu'un pourcentage plus élevé des entreprises ont signalé une augmentation (diminution) de leur production par rapport au mois précédent. Un indice de 50 signifie que la production n'a pas changé par rapport au mois précédent.

Sources : JPMorgan et Markit

Dernière observation : septembre 2011

Dans la zone euro, la croissance du PIB réel a glissé à 0,6 % au second trimestre, soit bien en deçà du niveau attendu au moment de la parution du *Rapport de juillet*, et des indicateurs récents laissent entrevoir un rythme de progression encore faible au troisième trimestre. La croissance dans les grandes économies d'Europe a sensiblement ralenti tandis que l'activité économique reste morose dans les pays périphériques. La confiance des consommateurs et des entreprises, qui était déjà ébranlée dans les pays périphériques, a aussi nettement diminué dans les grandes économies. Les banques de la zone euro restreignent l'accès au crédit alors qu'elles tentent de réduire leur levier d'endettement (**Graphique 2**). Le ralentissement de l'activité économique, la baisse de la confiance et l'intensification des pressions sur la scène financière se renforcent mutuellement, alors que les inquiétudes concernant la viabilité des finances publiques des pays périphériques d'Europe gagnent certaines des grandes économies et exacerbent les préoccupations entourant la stabilité du système bancaire.

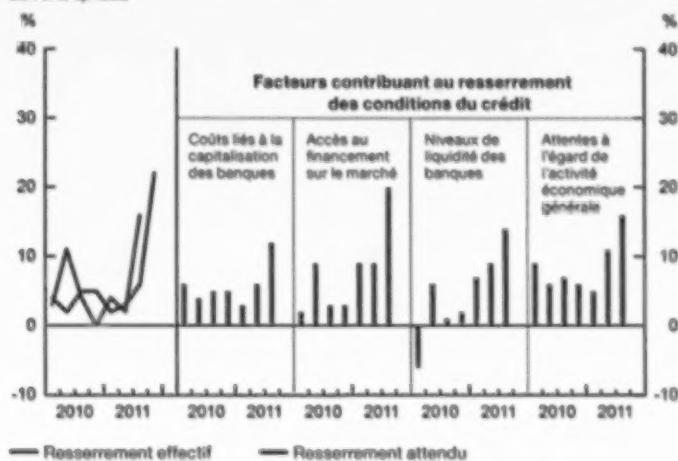
Aux États-Unis, l'information diffusée depuis la parution du *Rapport de juillet* donne à penser que le profil de croissance du PIB réel dans ce pays ces dernières années a été beaucoup plus bas qu'on ne l'avait estimé précédemment. Si les forces fondamentales qui influent sur l'économie américaine et la dynamique de celle-ci n'ont pas changé, les ordres de grandeur semblent maintenant nettement supérieurs (**Note technique 1**). Les révisions apportées en juillet aux données des comptes nationaux montrent que la récession aux États-Unis a été plus profonde, et la reprise, plus modeste que ce qui avait été indiqué antérieurement. La progression du PIB réel a ralenti, passant d'un taux annualisé de quelque 2,5 % au deuxième semestre de 2010 à moins de 1,0 % dans la première moitié de 2011. On estime que la croissance s'est raffermie au troisième trimestre de 2011, à la faveur du repli récent des prix des produits de base et du rétablissement des chaînes d'approvisionnement à la suite des désastres naturels qui ont frappé le Japon. Toutefois, les efforts d'assainissement des bilans des ménages aux États-Unis ont un effet restrictif sur la demande intérieure beaucoup plus marqué que prévu auparavant.

Des données révisées montrent que la récession aux États-Unis a été plus profonde, et la reprise, plus modeste qu'indiqué antérieurement.

Les efforts d'assainissement des bilans des ménages aux États-Unis ont un effet restrictif beaucoup plus marqué que prévu sur la demande intérieure.

## Graphique 2 : Les banques de la zone euro restreignent l'accès au crédit

Pourcentages nets des banques contribuant au resserrement des conditions du crédit aux entreprises



Nota : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (Bank Lending Survey). On entend par « resserrement effectif » le resserrement qui s'est déjà produit, tandis que le « resserrement attendu » renvoie au resserrement additionnel que les banques anticipent.

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2011T3

L'incidence des récents chocs négatifs sur la situation financière des ménages américains et le recul de la confiance des consommateurs ont fortement modéré les dépenses de consommation aux États-Unis et compliqué encore davantage l'assainissement des bilans. L'essor de l'emploi est demeuré faible depuis le début de l'année, compte tenu de la diminution de la création nette d'emplois dans le secteur privé et de la poursuite des coupures de postes dans l'administration publique (**Graphique 3**). En outre, la richesse des ménages a subi les effets des baisses des cours des actions survenues dernièrement. La demande de logements qui est restée atone ainsi que les stocks élevés de logements inoccupés ont freiné la construction résidentielle. Un cycle négatif est en cours, dans lequel la persistance des taux de défaillance élevés sur prêts hypothécaires exerce des tensions sur les institutions financières, ce qui amène ces dernières à faire preuve d'une plus grande prudence dans l'octroi de crédit et accentue la morosité de la demande de logements (**Graphique 4**). Ce cycle s'atténuerait graduellement à mesure que les ménages assainiront leurs bilans.

L'activité économique aux États-Unis a été soutenue pendant cette période difficile par la vigueur des investissements des entreprises et des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises ont été stimulés par le faible coût du capital et la solidité financière de ces dernières. Toutefois, les investissements dans la construction non résidentielle sont restés modestes, en raison de la persistance des capacités excédentaires (**Graphique 5**). Les exportations américaines ont bénéficié d'une demande robuste émanant des pays émergents et d'une compétitivité accrue favorisée par une expansion solide de la productivité et par la dépréciation passée du dollar américain.

Le PIB réel au Japon s'est contracté de 2,1 % au deuxième trimestre, mais de nouvelles données laissent entrevoir une croissance positive au troisième trimestre, attribuable au rétablissement des chaînes d'approvisionnement et à la reconstruction des infrastructures à la suite des désastres naturels survenus en mars. Les dépenses des ménages ont aussi remonté,

## La réduction des leviers d'endettement aux États-Unis continuera de brider la croissance

L'histoire montre qu'après une grave crise financière, la plupart des économies connaissent une longue période où les ménages, les entreprises et les administrations publiques s'emploient à abaisser de manière significative leurs leviers d'endettement. Au début du processus, la croissance du PIB ralentit généralement de façon marquée sous l'effet de la modération du crédit et de l'accroissement de l'épargne. Le processus de réduction des leviers d'endettement en cours aux États-Unis explique en partie pourquoi la Banque continue de prévoir une reprise modeste par rapport à celles enregistrées dans le passé.

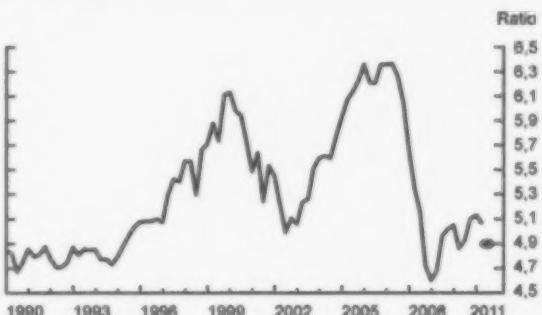
Avant la récente crise, les ménages américains avaient accumulé d'importantes dettes à la faveur du vif essor du prix des actifs. Depuis, leur avoir net a chuté de 7,2 billions de dollars É.-U., ce qui représente environ douze fois leur niveau actuel d'épargne par an (**Graphique 1-A**). Il s'ensuit que les taux d'épargne devront demeurer élevés pendant longtemps pour que les ménages puissent récupérer une partie de leurs pertes et ramener leur avoir net au niveau souhaité (**Graphique 1-B**). D'après les récentes révisions annuelles apportées aux comptes nationaux américains, les revenus des ménages sont bien plus bas qu'on l'avait estimé, ce qui compliquera davantage que prévu l'assainissement des bilans et la reconstitution de la richesse. Un renchérissement des maisons et des actifs financiers pourrait réduire la nécessité pour les ménages de maintenir des taux d'épargne plus élevés. Toutefois, l'on ne s'attend pas à ce que la richesse progresse beaucoup à court terme.

Même si on prévoit qu'une amélioration graduelle des conditions du marché du travail favorisera l'expansion du revenu disponible des ménages, les mesures adoptées aux États-Unis en vue de placer les finances publiques sur une trajectoire viable devraient avoir un effet négatif sur les revenus et la croissance. Conformément à l'engagement qu'ils ont pris au sommet du G20 de Toronto, les États-Unis devront faire passer le déficit général de leurs administrations publiques de son niveau actuel de 9,6 % du PIB à quelque 5 % d'ici 2013. À moyen terme, de nouveaux efforts d'assainissement budgétaire seront nécessaires pour stabiliser ou abaisser le ratio de la dette publique au PIB d'ici 2016, un autre engagement énoncé lors de ce sommet.

La reprise économique actuelle est certes la plus faible de l'histoire des États-Unis depuis la Grande

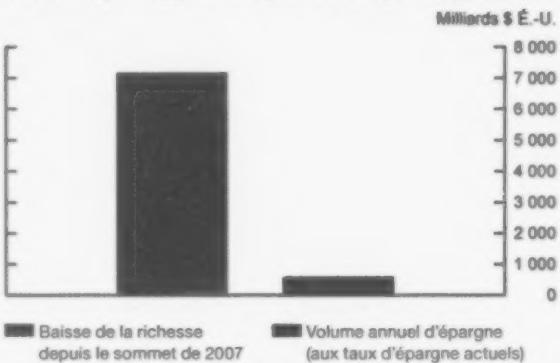
**Graphique 1-A : L'avoir net des ménages a fortement chuté aux États-Unis durant la dernière récession**

Avoir net des ménages par rapport à leur revenu disponible, données trimestrielles



Nota : Le chiffre indiqué pour le troisième trimestre de 2011 est une estimation.  
Sources : Réserve fédérale américaine, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2011T3

**Graphique 1-B : Le niveau de l'épargne personnelle est faible par rapport aux pertes essuyées depuis 2007**

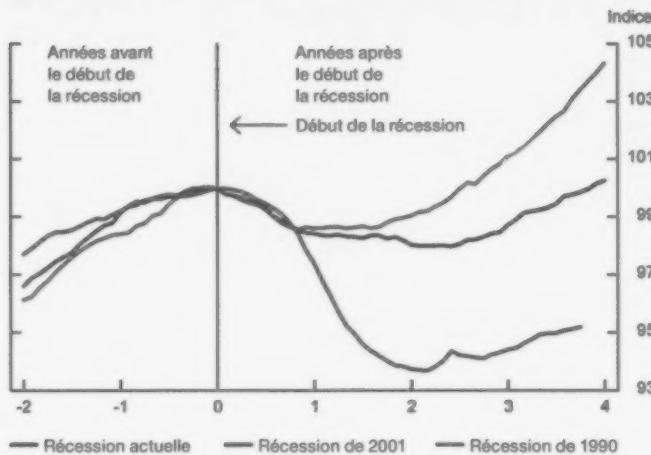


Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Réserve fédérale américaine et calculs de la Banque du Canada

Dépression, mais elle n'est pas différente de celles observées dans les autres économies avancées qui ont traversé de graves crises financières. Bien que le processus de réduction du levier financier soit avancé dans le secteur bancaire, la croissance de la demande intérieure aux États-Unis — et, par conséquent, celle de la demande d'exportations canadiennes — demeurera modeste dans un avenir prévisible à cause du niveau toujours élevé de la dette des ménages, de la morosité des marchés américains du logement et du travail ainsi que de la nécessité d'assainir les finances publiques.

### Graphique 3 : L'emploi aux États-Unis est demeuré anémique

Évolution de l'emploi sur différents cycles dans d'autres secteurs que l'agriculture; base 100 de l'indice : début de la récession, données mensuelles

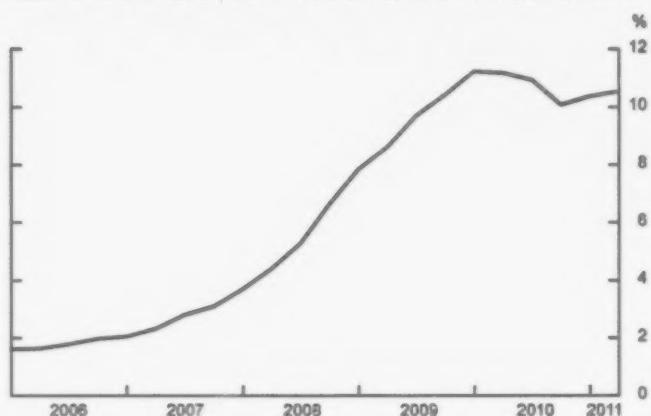


Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis

Dernière observation : septembre 2011

### Graphique 4 : Les taux élevés de défaillance sur les prêts hypothécaires aux États-Unis exercent des tensions sur les institutions financières

Taux de défaillance sur les prêts immobiliers résidentiels, données trimestrielles



Source : Réserve fédérale des États-Unis

Dernière observation : 2011T2

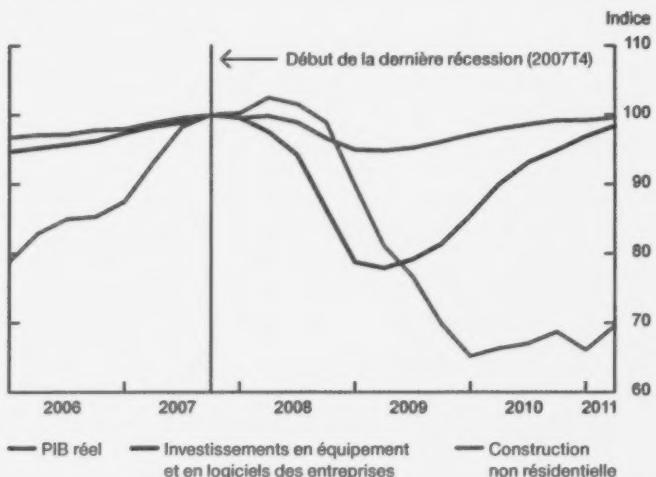
grâce à un regain de confiance chez les consommateurs. Toutefois, l'expansion des exportations, qui a expliqué pour une bonne part la croissance du PIB au cours de périodes antérieures, a stagné ces derniers mois. Face aux craintes qu'une hausse du yen n'affaiblisse encore davantage la croissance des exportations, les autorités japonaises sont intervenues sur les marchés des changes au début d'août afin de limiter l'appréciation de la monnaie.

En Chine, la progression du PIB réel a ralenti pour s'établir à 9,1 % au troisième trimestre, en grande partie en réaction au resserrement passé de la politique monétaire. La croissance de la consommation s'est modérée quelque peu, mais les investissements dans l'immobilier sont demeurés robustes, stimulés par un programme gouvernemental visant la construction de 10 millions de logements sociaux tant en 2011 qu'en 2012. Sous l'effet de la faiblesse de l'activité observée actuellement dans les

*La progression du PIB réel de la Chine a ralenti au troisième trimestre, en grande partie en réaction au resserrement passé de la politique monétaire.*

**Graphique 5 : Les entreprises ont tiré parti de leur bonne santé financière et du faible coût du capital pour accroître leurs investissements en équipement et en logiciels**

Base 100 de l'indice : 2007T4, en dollars américains enchaînés de 2005, données trimestrielles



Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Dernière observation : 2011T2

économies avancées, la croissance des exportations de la Chine a décéléré récemment. La progression plus faible des prix des aliments a contribué à un léger recul de l'inflation, mais les pressions sur les prix demeurent élevées. Les prix à la consommation ont en effet augmenté de 6,1 % en glissement annuel en septembre, dépassant largement la cible de 4 % fixée par les autorités.

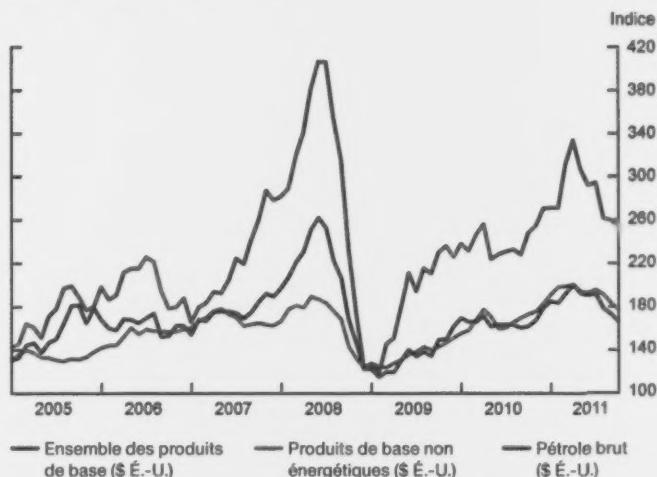
Les prix des produits de base ont fortement reculé depuis la parution du *Rapport de juillet*, en raison de la détérioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale (**Graphique 6**), mais ils restent élevés par rapport aux normes historiques. Ce sont les prix de l'énergie qui ont subi la baisse la plus marquée, tandis que celle des cours des produits de base non énergétiques a été plus modeste, du fait du resserrement à court terme de l'offre de produits agricoles.

*Dans les grandes économies avancées, les pressions inflationnistes sous-jacentes restent contenues. Certaines banques centrales ont mis en œuvre des mesures de politique additionnelles pour assouplir les conditions monétaires.*

Même si les tensions inflationnistes sous-jacentes dans de nombreuses économies émergentes sont toujours une source d'inquiétude, les autorités sont réticentes à durcir davantage les conditions monétaires, étant donné l'assombrissement des perspectives de croissance à l'échelle du globe. Dans les grandes économies avancées, en revanche, les pressions inflationnistes sous-jacentes restent contenues, sous l'effet de la persistance de l'offre excédentaire. Les taux directeurs y sont demeurés à des creux historiques ou près de ceux-ci (**Graphique 7**), et certaines banques centrales ont mis en œuvre des mesures de politique additionnelles pour assouplir les conditions monétaires ou réduire les tensions financières (**Graphique 8**). La Réserve fédérale des États-Unis a poursuivi ses mesures d'assouplissement quantitatif, modifiant ses opérations de bilan pour tenter d'exercer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme et les taux des prêts hypothécaires dans ce pays. La Banque centrale européenne a annoncé une série de mesures, notamment deux opérations de refinancement à long terme, et la réactivation de son programme d'achat d'obligations sécurisées. La Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont pour leur part élargi leur programme d'achat d'actifs.

**Graphique 6 : Les cours mondiaux des produits de base ont reculé considérablement depuis la parution du *Rapport* de juillet**

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



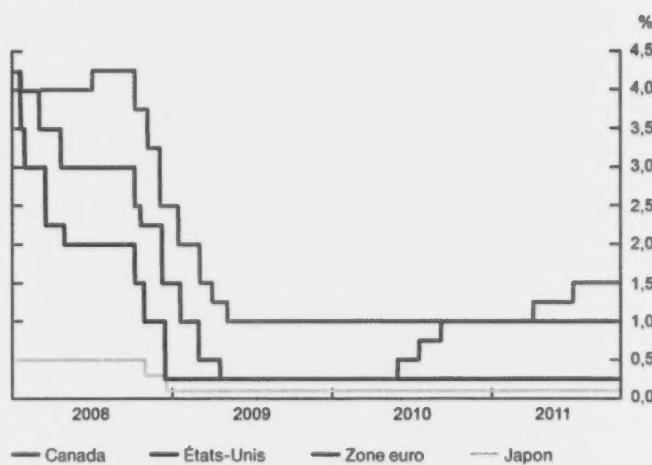
Nota : Les valeurs pour octobre 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 21 octobre 2011.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2011

**Graphique 7 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques ou les avoisinent dans la plupart des économies avancées**

Données quotidiennes



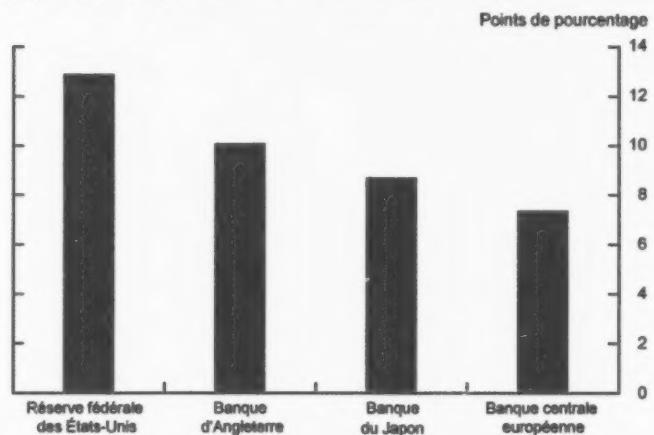
Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 21 octobre 2011

**Graphique 8 : Certaines banques centrales ont augmenté la taille de leur bilan pour assouplir encore davantage les conditions monétaires**

Ensemble des actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs, augmentation du 2<sup>e</sup> trim. de 2007 au 2<sup>e</sup> trim. de 2011



Sources : Bureau of Economic Analysis et Réserve fédérale des États-Unis, Eurostat, Banque centrale européenne, Bureau du Cabinet (gouvernement du Japon), Banque du Japon, Office for National Statistics (Royaume-Uni) et Banque d'Angleterre  
Dernière observation : 2011T2

## L'évolution des marchés financiers mondiaux

*Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont détériorées depuis la publication du Rapport de juillet.*

Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont détériorées depuis la publication du *Rapport de juillet* et l'aversion pour le risque s'est intensifiée. Les marchés ont connu une période de grande volatilité, provoquée par une réévaluation des perspectives de croissance à l'échelle mondiale ainsi que par un surcroît des inquiétudes entourant la soutenabilité de la dette dans la zone euro et l'incertitude quant à l'orientation de la politique budgétaire aux États-Unis. Le climat déjà négatif régnant sur les marchés financiers a été exacerbé par les nombreuses réductions des cotations de crédit de pays souverains et d'institutions financières mondiales. Cela a renforcé les craintes liées à la situation budgétaire de bon nombre de grandes économies et aux difficultés à surmonter sur le plan politique.

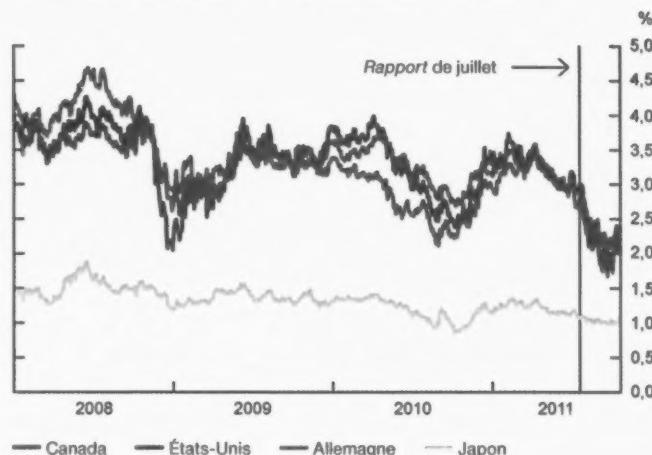
Par conséquent, les investisseurs se sont tournés vers des actifs plus sûrs et plus liquides. Dans certaines économies avancées qui sont perçues comme présentant moins de risques de crédit et où les marchés sont les plus liquides, les rendements des obligations d'État ont sensiblement reculé, les rendements à dix ans se situant à des creux historiques ou près de ceux-ci (**Graphique 9**). Par ailleurs, les monnaies considérées comme des valeurs refuges se sont appréciées.

Les prix des actifs plus risqués, par contre, ont diminué de façon notable. Les indices boursiers mondiaux ont fléchi d'environ 5 à 20 % depuis la parution du *Rapport de juillet*, les sous-indices financiers s'étant repliés encore plus fortement (**Graphique 10**). Bon nombre d'États souverains de la zone euro sont confrontés à une hausse des coûts de financement (**Graphique 11**). En outre, les banques européennes ont éprouvé de graves difficultés de financement, et les coûts qu'elles doivent assumer pour se prémunir contre le risque de défaillance ont grimpé (**Graphique 12**)<sup>1</sup>, en raison des préoccupations au

<sup>1</sup> Les banques européennes semblent moins disposées à se consentir des prêts entre elles sur le marché interbancaire, comme en témoigne l'augmentation des sommes qu'elles ont déposées à la Banque centrale européenne dans le cadre de sa facilité de dépôt.

**Graphique 9 : Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont considérablement diminué ces derniers mois**

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes

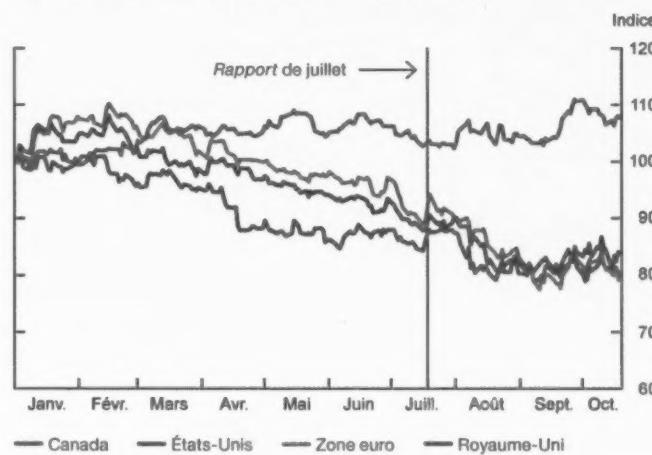


Source : Bloomberg

Dernière observation : 21 octobre 2011

**Graphique 10 : À l'étranger, les actions des banques ont affiché des résultats nettement inférieurs à leur marché boursier respectif**

Indices des actions des banques par rapport aux indices boursiers globaux; base 100 de l'indice : 1<sup>er</sup> janvier 2011, données quotidiennes



Source : Bloomberg

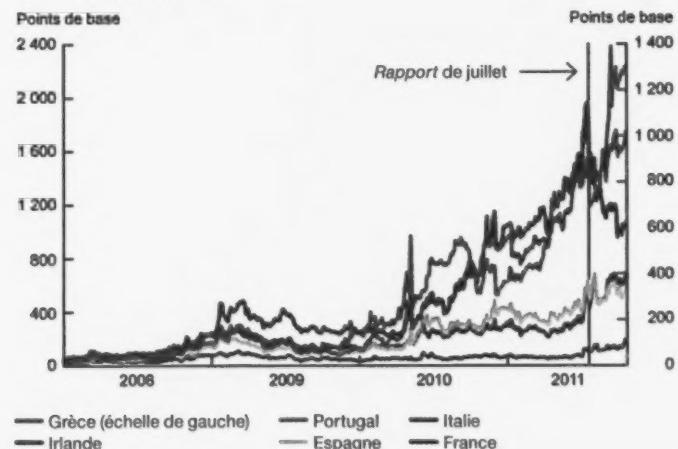
Dernière observation : 21 octobre 2011

sujet de leur exposition à la dette souveraine des pays périphériques de la zone euro.

Les conditions sur les marchés du crédit aux entreprises se sont aussi détériorées. Les écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés se sont creusés et les volumes émis sont tombés à une fraction des niveaux observés plus tôt dans l'année. La liquidité sur les marchés secondaires du crédit a été extrêmement limitée et les opérations à court terme ont souvent été dictées par les gros titres concernant la situation en Europe.

**Graphique 11 : Les pays de la zone euro, y compris certaines des plus grandes économies européennes, sont confrontés à une hausse des coûts de financement**

Écart de rendement entre les titres souverains à dix ans et les obligations allemandes, données quotidiennes

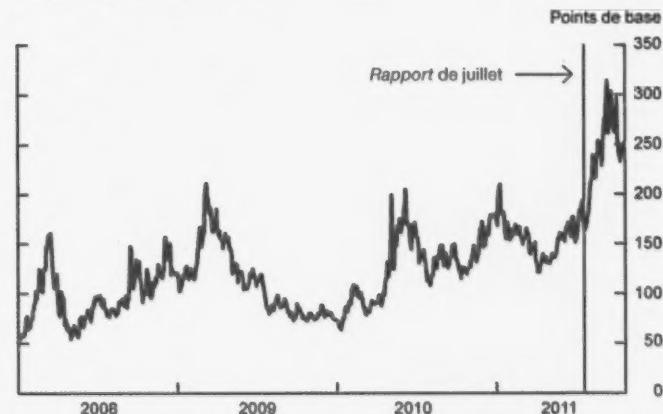


Source : Bloomberg

Dernière observation : 21 octobre 2011

**Graphique 12 : Le coût de la protection contre le risque de défaillance des banques européennes a fortement augmenté depuis la parution du Rapport de juillet**

Indice européen des swaps sur défaillance (indice iTraxx Europe Senior Financials) à cinq ans, données quotidiennes



Source : Markit

Dernière observation : 21 octobre 2011

## Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale devrait ralentir et s'établir légèrement au-dessus de 3 % en 2012, soit bien en deçà du niveau attendu en juillet (**Tableau 1**). La réduction en cours du levier d'endettement des ménages, des banques et des gouvernements, la baisse de la confiance et la crise de la dette souveraine en Europe devraient restreindre la croissance dans les économies avancées. Un ralentissement de l'expansion est escompté dans les pays émergents en raison de l'affaiblissement de la demande extérieure et des effets retardés du resserrement antérieur des politiques.

**Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	20	3,0 (2,9)	1,7 (2,4)	1,7 (3,2)	3,3 (3,3)
Zone euro	15	1,7 (1,7)	1,5 (2,0)	0,2 (1,6)	1,5 (1,9)
Japon	6	4,0 (4,0)	-0,6 (-0,6)	2,0 (2,9)	2,5 (3,0)
Chine	13	10,4 (10,3)	9,1 (9,3)	8,2 (8,6)	8,2 (8,1)
Autres pays	46	5,7 (5,5)	4,3 (4,2)	3,3 (3,8)	3,4 (3,6)
Ensemble du monde	100	5,1 (5,0)	3,8 (3,9)	3,1 (4,0)	3,7 (3,9)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*. Source : Banque du Canada

La croissance devrait se redresser à l'échelle du globe en 2013, alors que la confiance se rétablira et que l'incidence des mesures correctives qui devraient être prises en Europe et ailleurs commencera à se faire sentir.

Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que la crise de la zone euro sera contenue et que des mesures additionnelles seront adoptées afin d'assurer la soutenabilité de la dette, de renforcer les réserves de fonds propres des banques et de créer un fonds plus gros et plus efficace pour stabiliser à des niveaux viables les coûts de financement des pays souverains touchés. Cette hypothèse est nettement entachée de risques à la baisse.

Les tensions financières, la réduction du levier d'endettement des banques, les mesures d'austérité budgétaire et la diminution de la confiance engendreront toutefois une légère récession dans la zone euro à partir de la fin de 2011 (**Graphique 13**). On prévoit que la fragilité des bilans bancaires limitera la croissance de la consommation et particulièrement celle des investissements, à cause de la forte dépendance des entreprises à l'égard des banques pour leur financement. Une reprise modeste devrait s'amorcer au milieu de 2012, lorsque les conditions du crédit commenceront à s'améliorer. La progression du PIB réel devrait s'accélérer quelque peu en 2013 alors que les avantages des réformes mises en place pour résoudre la crise de la dette commenceront à se concrétiser et que la confiance se rétablira progressivement.

Aux États-Unis, la croissance du PIB réel devrait demeurer faible d'ici la fin du premier semestre de 2012 et s'établir à quelque 1 1/4 % en moyenne, soit aux alentours des niveaux auxquels la probabilité d'une récession augmente<sup>2</sup>. La croissance de l'économie américaine devrait toutefois se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012, à la faveur d'un assouplissement des conditions monétaires et d'une amélioration de la situation en Europe. Conformément à l'évolution observée par le passé à la suite de graves crises financières survenues ailleurs, la croissance devrait rester assez modeste (**Graphique 14** et **Note technique 1**). Selon les prévisions, le taux d'accroissement du PIB remontera à 3,3 % en 2013, mais le niveau du PIB réel d'ici la fin de la période de projection sera toujours bien en deçà du niveau anticipé dans le *Rapport de juillet*.

Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que la crise de la zone euro sera contenue.

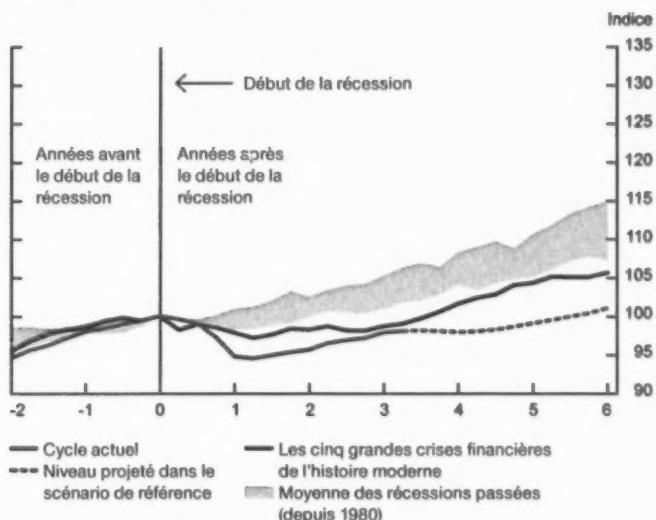
La Banque prévoit tout de même une légère récession dans la zone euro à compter de la fin de 2011.

La croissance de l'économie américaine devrait se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012.

<sup>2</sup> Dans le passé, les taux de croissance très bas du PIB réel, correspondant à une activité presque au point mort, ont été associés à une probabilité accrue de récession. Pour une analyse plus complète de cette question, consulter : J. J. Nalewaik (2011), *Forecasting Recessions Using Stall Speeds*, coll. « Finance and Economics Discussion », publication n° 2011-24, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale.

**Graphique 13 : La zone euro devrait connaître une légère récession à la fin de 2011, puis une relance modeste au milieu de 2012**

Évolution du PIB réel de la zone euro sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Eurostat et Organisation de coopération et de développement économiques

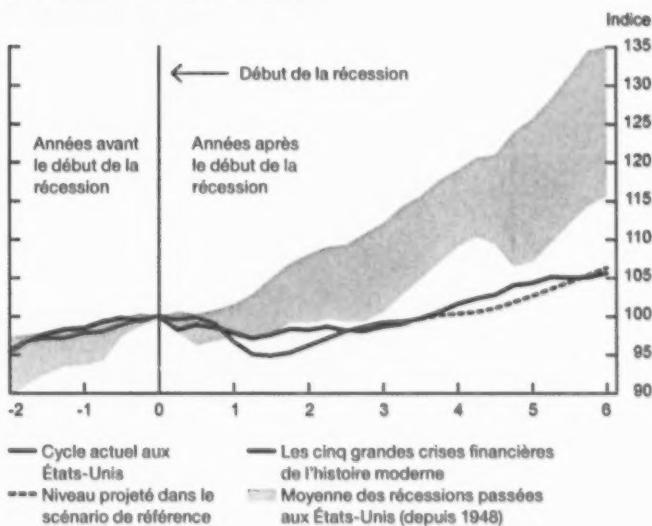
L'assainissement des finances publiques aux États-Unis devrait exercer un effet modérateur important sur la croissance.

L'assainissement des finances publiques aux États-Unis devrait exercer un effet modérateur important sur la croissance, se chiffrant à environ 1 point de pourcentage en 2012 et à 2 points de pourcentage en 2013. Cet effet est légèrement plus prononcé que ce qui était prévu en juillet, ce qui s'explique par la prise en compte du nouveau programme de restriction des dépenses publiques adopté dans le cadre de l'entente sur le relèvement du plafond de la dette aux États-Unis. Dans sa projection, la Banque n'intègre pas les nouvelles mesures de relance budgétaire proposées par l'administration américaine dans son projet de loi sur l'emploi. Si l'ensemble de ces mesures était mis en œuvre, cela pourrait ajouter jusqu'à 1,3 point de pourcentage à la croissance en 2012, grâce aux réductions d'impôt et à l'augmentation des dépenses et des transferts, mais en retrancherait près de 1 point de pourcentage en 2013, lorsque bon nombre des mesures proposées commenceront à expirer.

L'expansion de la consommation aux États-Unis devrait être freinée par le maintien de taux d'épargne élevés et une faible amélioration des conditions sur le marché du travail, ainsi que par l'effet négatif exercé par l'assainissement budgétaire sur le revenu disponible des ménages. L'assouplissement des conditions financières qui fait suite aux opérations de bilan de la Réserve fédérale américaine devrait apporter un certain contrepoids. On s'attend à ce que la construction résidentielle demeure atone en 2012 et 2013, mais à ce qu'elle reprenne peu à peu, et seulement à partir du milieu de 2012 environ. La croissance dans le secteur de la construction non résidentielle devrait se poursuivre à un rythme modeste jusqu'à la fin de 2013, à la faveur d'un relâchement graduel des conditions d'octroi de prêts.

**Graphique 14 : La croissance du PIB réel aux États-Unis devrait demeurer modeste, ce qui est conforme à l'évolution observée par le passé à la suite de graves crises financières**

Évolution du PIB réel américain sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et Organisation de coopération et de développement économiques

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient continuer d'alimenter de façon importante l'expansion de l'économie américaine au cours des prochaines années. Après avoir enregistré un certain ralentissement au premier semestre de 2012, les investissements des entreprises devraient connaître une croissance robuste pour le reste de la période de projection, grâce au faible coût du capital et à l'amélioration progressive de la conjoncture économique. En 2012, la croissance des exportations sera bridée par le fléchissement de la demande mondiale mais devrait toutefois se renforcer en 2013, parallèlement à la reprise de l'activité à l'échelle du globe.

Les efforts de reconstruction devraient stimuler la croissance économique au Japon en 2012 et 2013. Toutefois, les projections indiquent qu'elle sera beaucoup plus faible qu'anticipé dans le *Rapport* de juillet, en raison de la dégradation des perspectives de croissance de l'économie mondiale et de la récente appréciation marquée du yen.

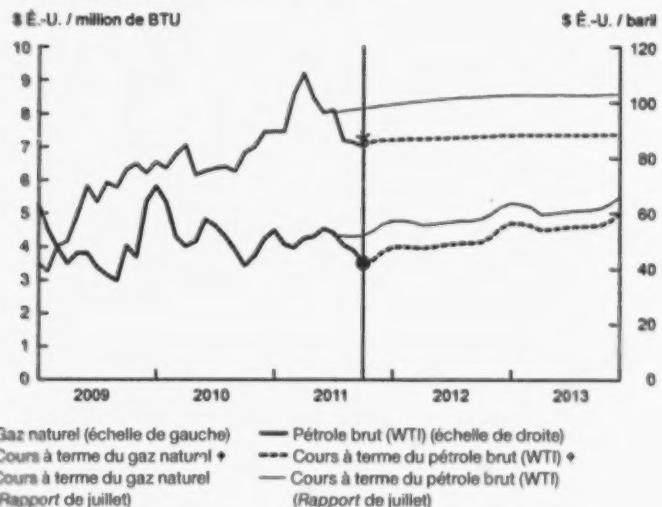
La croissance du PIB réel en Chine et dans les autres économies émergentes devrait passer à un rythme plus soutenable durant la période de projection, sous l'effet du ralentissement de l'expansion dans les économies avancées. En outre, on projette un déplacement graduel allant des exportations vers une consommation plus solide, facilité par les politiques structurelles et une modeste appréciation des taux de change effectifs réels de la Chine et des autres économies émergentes. Cette évolution, conjuguée à la diminution des prix des produits de base, devrait atténuer les pressions inflationnistes.

*Les efforts de reconstruction devraient stimuler la croissance économique au Japon.*

*La croissance du PIB réel en Chine et dans les autres économies émergentes devrait passer à un rythme plus soutenable.*

**Graphique 15 : Les cours du pétrole (West Texas Intermediate) devraient demeurer relativement stables**

Données mensuelles



\* Cours au comptant du pétrole brut (21 octobre 2011)

• Cours au comptant du gaz naturel (21 octobre 2011)

◆ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 21 octobre 2011

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour octobre 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 21 octobre 2011.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

*Les cours des produits de base devraient demeurer inférieurs, d'environ 10 %, aux niveaux escomptés en juillet.*

Les cours des produits de base devraient demeurer inférieurs, d'environ 10 %, aux niveaux escomptés en juillet. La demande soutenue émanant des pays émergents et la faible hausse de l'offre devraient néanmoins maintenir les prix à des niveaux relativement élevés par rapport à ce que l'on a connu dans le passé. La Banque s'attend à ce que les prix des produits de base non énergétiques restent près de leurs niveaux actuels jusqu'à la fin de 2013, le redressement des prix des métaux contrebalançant le repli projeté des prix des produits agricoles. Selon la courbe la plus récente des cours à terme, les cours du pétrole brut West Texas Intermediate devraient évoluer à l'intérieur d'une fourchette de 85 à 89 \$ É.-U. le baril jusqu'à la fin de 2013, alors qu'on prévoyait une variation entre 100 et 103 \$ É.-U. dans le *Rapport de juillet* (**Graphique 15**). À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les prix du gaz naturel devraient augmenter de quelque 1 % en 2012 et de 13 % en 2013, sous l'effet de normes environnementales qui favoriseront un recours accru au gaz naturel aux États-Unis.

# L'économie canadienne

Les perspectives de l'économie canadienne se sont assombries, compte tenu de la nette détérioration de celles de l'économie mondiale. La conjoncture économique et financière mondiale plus faible et plus incertaine aura des incidences sur l'économie du pays par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux. La Banque s'attend donc maintenant à ce que la demande intérieure finale et les exportations affichent un profil plus modeste au cours de la période projetée qu'elle ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'expansion du PIB réel du Canada sera lente jusqu'au milieu de 2012. La croissance devrait ensuite s'améliorer, en phase avec un raffermissement de la conjoncture à l'échelle internationale découlant d'un recul de l'incertitude et d'un retour de la confiance. Dans ce scénario de référence, la Banque suppose que la crise de la zone euro sera contenue, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.

Les perspectives économiques plus faibles se traduisent par des capacités de production excédentaires plus importantes et plus persistantes qu'on ne l'escomptait en juillet. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être légèrement plus basse que prévu auparavant et reculer en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été révisée à la baisse, à la lumière du profil d'évolution plus faible des prix mondiaux de l'énergie ainsi que du niveau un peu plus bas de l'inflation mesurée par l'indice de référence. On s'attend donc à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global recule par rapport au sommet de plus de 3 % atteint récemment pour s'établir à environ 1 % au milieu de 2012, avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 %, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant graduellement.

---

La Banque prévoit que l'expansion du PIB réel du Canada sera lente jusqu'au milieu de 2012.

## L'évolution récente

### L'activité économique

L'expansion économique au Canada a stagné au deuxième trimestre, en grande partie sous l'effet de facteurs temporaires. Bien que la disparition de ces facteurs ait entraîné un rebond de l'activité au troisième trimestre, la vigueur sous-jacente de l'économie a diminué.

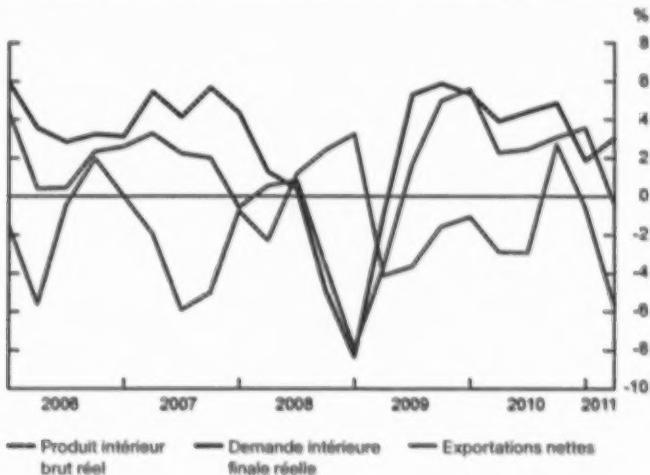
---

La vigueur sous-jacente de l'économie a diminué.

Au deuxième trimestre, le PIB réel s'est replié à un taux annuel de 0,4 %, résultat moins favorable qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet, qui s'explique par une détérioration considérable des exportations nettes (**Graphique 16**). Les exportations ont accusé une baisse marquée imputable à une demande étrangère moins vive et aux problèmes persistants

**Graphique 16 : La croissance du PIB réel au Canada a stagné au second trimestre, compte tenu de la détérioration des exportations nettes**

Contribution au taux de croissance annualisé du PIB réel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2011T2

du Canada au chapitre de la compétitivité ainsi qu'à d'importants facteurs provisoires. Ces facteurs comprenaient notamment les répercussions négatives anticipées des bouleversements qui ont touché la chaîne d'approvisionnement à la suite des désastres survenus au Japon plus tôt cette année, et également d'autres perturbations imprévues qui ont restreint l'activité du secteur énergétique. Les importations ont continué de croître à un rythme robuste au deuxième trimestre, à la faveur des fortes hausses des investissements effectués par les entreprises canadiennes dans les machines et le matériel de même que dans les stocks.

La demande intérieure finale a continué d'afficher une croissance solide au deuxième trimestre, à laquelle toutes ses grandes composantes ont contribué. Les dépenses de consommation se sont redressées après la grande faiblesse enregistrée au premier trimestre. Cependant, comparativement aux résultats observés lors de la reprise, le rythme d'expansion de la consommation est resté modéré, ce qui s'explique par l'ajustement au niveau plus élevé des prix des aliments et de l'énergie ainsi que par un ralentissement de la progression du revenu disponible des particuliers. L'accroissement de l'investissement résidentiel a fortement reculé au deuxième trimestre, après avoir connu une hausse importante au trimestre précédent, liée à un certain devancement de l'activité en prévision de l'entrée en vigueur des modifications apportées aux règles régissant l'assurance hypothécaire. La forte reprise des investissements fixes des entreprises s'est poursuivie au deuxième trimestre, profitant notamment de l'élan temporaire fourni par l'achat d'une grande plateforme d'exploitation de gaz naturel. Les dépenses publiques effectuées par tous les ordres de gouvernement ont aussi continué de soutenir l'expansion du PIB réel.

La Banque estime que la croissance économique a rebondi pour s'établir à 2,0 % au troisième trimestre, les facteurs temporaires qui limitaient les exportations nettes au deuxième trimestre s'étant dissipés. La croissance devrait toutefois redescendre au quatrième trimestre, ce qui reflète plus fidèlement l'expansion sous-jacente de l'économie dans un contexte caractérisé par une confiance plus faible et une incertitude plus prononcée.

*La demande intérieure finale a continué d'afficher une croissance solide au deuxième trimestre.*

*La forte reprise des investissements fixes des entreprises s'est poursuivie.*

## La croissance de la production potentielle

La projection de la Banque relative à l'expansion de la production potentielle au Canada pour la période 2011-2013 a peu changé comparativement à celle présentée dans le *Rapport d'octobre 2010 (Note technique 2)*. Cette croissance devrait augmenter pour passer de 1,6 % en 2011 à 2,1 % en 2013. La période de projection a été prolongée jusqu'à 2014; on estime que le rythme d'accroissement de la production potentielle s'établira alors à 2,2 %. Compte tenu de la reprise vigoureuse et soutenue des dépenses d'investissement, ainsi que des gains d'efficience réalisés, on prévoit une amélioration de la productivité tendancielle qui s'explique par le fait que les entreprises canadiennes s'efforcent d'adopter des pratiques exemplaires pour faire face aux pressions concurrentielles. Parallèlement, les forces démographiques continueront d'abaisser le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail.

### Note technique 2

## Révisions touchant la croissance de la production potentielle

Chaque année, en octobre, la Banque réexamine le sentier de croissance de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Sa progression correspond en quelque sorte à la somme des taux d'accroissement tendanciels du facteur travail et de la productivité du travail.

Le rythme d'expansion de la production potentielle devrait s'accroître graduellement et passer de 1,6 % en 2011 à 2,2 % en 2014 (**Tableau 2-A**). Cette orientation à la hausse tient au relèvement continu du taux de croissance tendanciel de la productivité du travail, même si l'on s'attend à ce que le recul du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail entre 2011 et 2014 contrebalance en partie cette évolution.

L'accélération projetée de la croissance tendancielle de la productivité du travail traduit le redressement durable des dépenses d'investissement, qui s'explique par le niveau relativement bas où se situe le coût des biens d'équipement importés du fait de la vigueur du dollar canadien, ainsi que le fort degré de concurrence internationale. L'intensification de la compétitivité favorise aussi les gains d'efficience en poussant les entreprises canadiennes à adopter de meilleures pratiques et à combler leur retard en matière de technologie<sup>1</sup>. La Banque évalue à 0,7 % le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail en 2011; elle prévoit qu'il grimpera à 1,5 % d'ici 2014.

**Tableau 2-A : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle**

	2011	2012	2013	2014
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2
Croissance tendancielle de la productivité du travail	0,7 (0,9)	1,1 (1,1)	1,3 (1,3)	1,5
Croissance tendancielle du facteur travail	0,9 (0,9)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	0,7

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la *Révision d'octobre 2010 du Rapport sur la politique monétaire*.

Le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait ralentir pour passer de 0,9 % en 2011 à 0,7 % en 2014, en raison, entre autres facteurs démographiques, d'une décélération du rythme d'accroissement de la population en âge de travailler qui se poursuivra jusqu'à la fin de 2014 et au-delà.

Ces tendances avaient été prises en compte dans la projection relative à la production potentielle présentée en octobre 2010. Pour 2011, la progression de la production potentielle a été légèrement révisée à la baisse à la suite de la parution de nouvelles données sur la productivité. Pour les années 2012 et 2013, cependant, le taux d'accroissement prévu actuellement est identique à celui avancé en octobre 2010. En 2014, la poursuite du redressement de la productivité du travail devrait compenser la diminution du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail et donner lieu à une nouvelle hausse du taux de croissance de la production potentielle.

<sup>1</sup> Cette analyse est confortée par les résultats des enquêtes menées par la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises.

Divers indicateurs font état d'une capacité excédentaire accrue au sein de l'économie ces derniers mois.

La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2011.

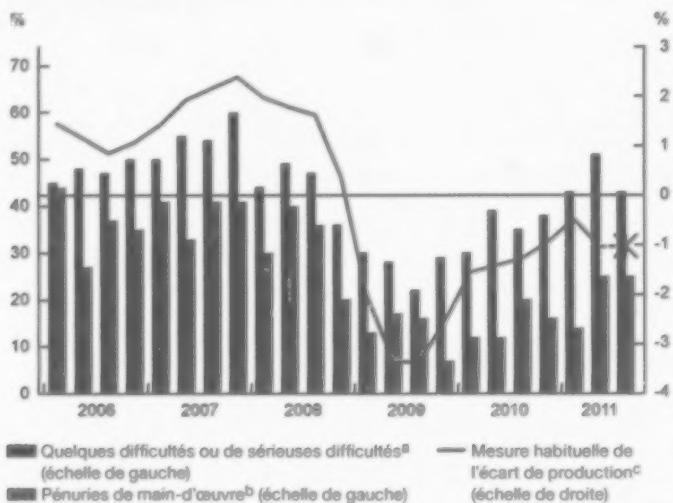
## L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs font état d'une capacité excédentaire accrue au sein de l'économie ces derniers mois. Aux deuxième et troisième trimestres, le niveau du PIB réel a été nettement plus bas que la Banque ne l'avait anticipé, ce qui donne à penser que l'écart de production au troisième trimestre a largement dépassé la projection présentée dans le *Rapport* de juillet. Si la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production laisse encore entrevoir un degré de capacités inutilisées plus modeste, l'écart s'est néanmoins considérablement creusé, passant de -0,5 % au premier trimestre à -1,0 % au troisième (**Graphique 17**).

L'économie afficherait des capacités excédentaires appréciables si l'on se fie à des indicateurs clés du marché du travail — tels que le taux de chômage et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel (**Graphique 18**) —, ainsi qu'à la proportion inférieure à la moyenne de firmes ayant déclaré être aux prises avec des pénuries de main-d'œuvre dans l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises réalisée à l'automne (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque). De plus, d'après les résultats de l'enquête de cet automne, la proportion de firmes qui considèrent qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande avait nettement diminué depuis l'enquête précédente, mais se situait néanmoins près de sa moyenne historique.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2011, ce qui représente une marge de capacités inutilisées beaucoup plus importante qu'elle ne l'envisageait en juillet.

**Graphique 17 : Les pressions sur la capacité de production se sont atténuées ces derniers mois**



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

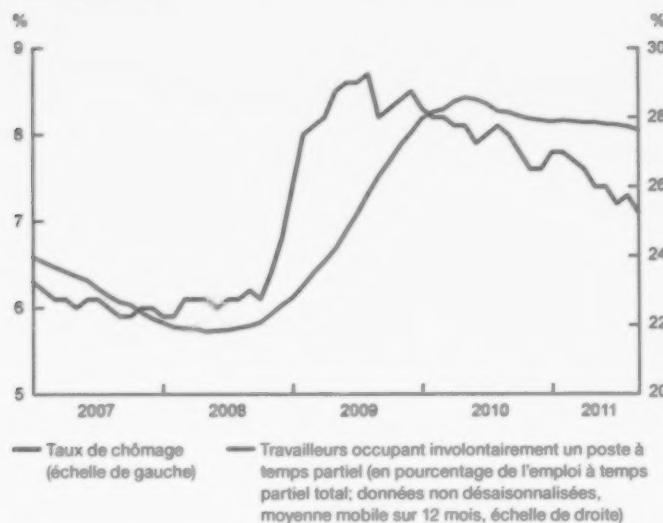
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2011 (indiquée par l'astérisque) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T3

**Graphique 18 : Des indicateurs clés révèlent une marge importante de ressources inutilisées sur le marché du travail**

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : septembre 2011

## L'inflation et la cible de 2 %

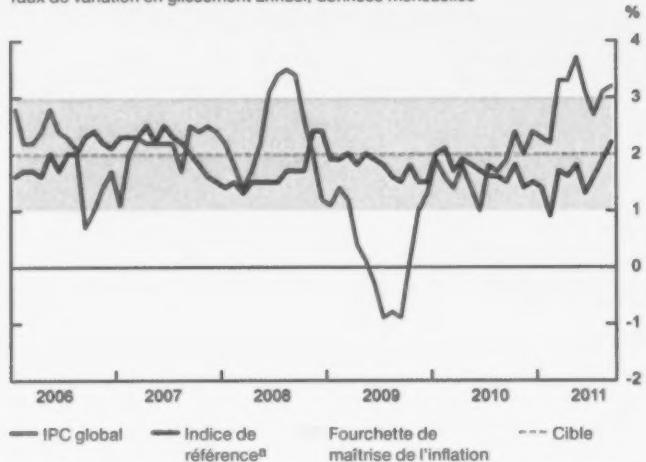
Comme la Banque le prévoyait dans le *Rapport de juillet*, l'inflation mesurée par l'indice de référence a atteint 1,9 % au troisième trimestre, après avoir affiché 1,6 % au trimestre précédent (**Graphique 19**). Cet accroissement tient en partie à la disparition de l'effet de la TVH sur le taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel<sup>3</sup>. L'augmentation des prix des aliments inclus dans cet indice a été un peu moins marquée qu'on ne l'envisageait en juillet, mais son incidence sur l'inflation mesurée par l'indice de référence a été compensée par des hausses légèrement plus prononcées que prévu des prix des vêtements et de certains services compris dans l'indice de référence. Les tensions inflationnistes sous-jacentes demeurent limitées, du fait de la persistance de l'offre excédentaire au sein de l'économie et de la croissance modeste de la rémunération du travail (**Graphique 20**), de même que de l'effet modérateur de l'appréciation passée du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'IPC global a chuté, passant de 3,4 % au deuxième trimestre à 3,0 % au troisième trimestre, ce qui tient à la disparition des effets de l'introduction de la TVH en juillet 2010 sur le taux d'inflation en glissement annuel. Le recul de l'inflation mesurée par l'IPC global a été quelque peu moins prononcé que la Banque ne l'avait prévu en juillet, principalement à cause des prix de l'essence qui sont demeurés fermes malgré les diminutions récentes des cours mondiaux de l'énergie, ce qui reflète en partie une divergence inhabituelle entre les prix de différents types de pétrole brut (**Note technique 3**).

<sup>3</sup> L'introduction de la TVH en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010 a eu un effet d'atténuation, qui se chiffrait à 0,3 point de pourcentage, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence lié aux remboursements de taxes aux entreprises qui ont été répercutés sur les prix. Cet effet a été moins important que l'effet positif direct de l'introduction de la TVH, qui se reflète dans l'inflation selon l'IPC global et qui a donné lieu à une hausse de l'inflation globale à compter du troisième trimestre de 2010. Ces deux effets temporaires se sont estompés au troisième trimestre de 2011, poussant l'inflation mesurée par l'indice de référence à la hausse et l'inflation mesurée par l'IPC global à la baisse.

**Graphique 19 : L'inflation mesurée par l'IPC global est poussée à la hausse par les prix des aliments et de l'énergie**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



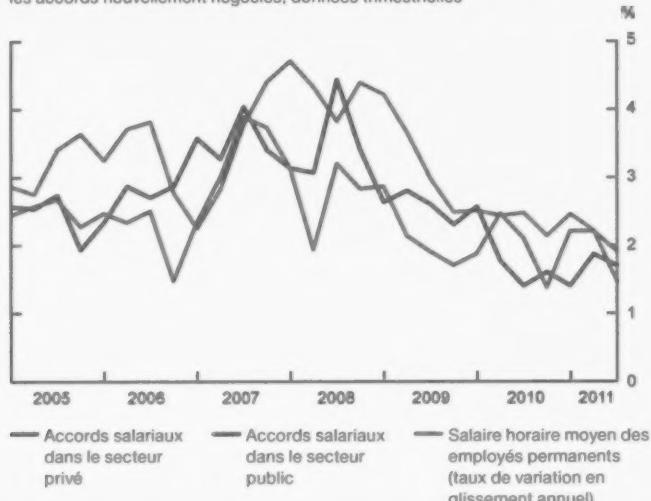
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

Dernière observation : septembre 2011

**Graphique 20 : La progression des salaires demeure modeste**

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés, données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au troisième trimestre de 2011 pour les accords salariaux négociés dans les secteurs privé et public correspondent à la moyenne des données de juillet et d'août 2011.

Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada

Dernière observation : 2011T3

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état pour 2012 d'un taux d'accroissement prévu de l'IPC global de 1,9 %. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet automne par la Banque, 88 % des firmes estiment que l'inflation moyenne demeurera à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % au cours des deux prochaines années. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

## La relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence

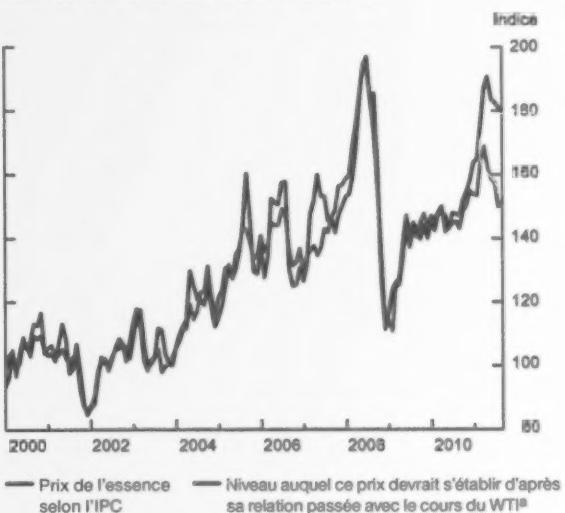
Le prix de l'essence à la pompe se compose de plusieurs éléments : le coût du pétrole brut, les taxes et les marges bénéficiaires des raffineurs et détaillants. De tous ces éléments, c'est généralement le coût du pétrole brut qui contribue le plus aux variations du prix de l'essence. Bien que le pétrole raffiné au Canada soit obtenu à partir de différentes qualités de brut, le prix du pétrole West Texas Intermediate (WTI), principal cours de référence de l'or noir aux États-Unis, a fourni historiquement une bonne approximation de l'évolution des coûts de raffinage au Canada et, de fait, des fluctuations du prix de l'essence au pays<sup>1</sup>.

Depuis le début de 2011, on observe toutefois que le prix de l'essence vendue au Canada s'est accru globalement davantage que le cours du WTI; en outre, la chute abrupte de ce dernier depuis le printemps ne s'est pas accompagnée d'une baisse équivalente du prix de l'essence (**Graphique 3-A**). En septembre 2011, l'essence se vendait à un prix qui dépassait d'environ 20 % celui que la corrélation historique avec le cours du WTI aurait permis d'entrevoir — un écart ayant contribué à hauteur de 1,2 % à la progression du niveau de l'IPC global<sup>2</sup>. Ce phénomène s'explique par une combinaison de facteurs structurels, le niveau des taxes et l'évolution des marges bénéficiaires, comme on le verra ci-après.

Selon leur emplacement géographique, les raffineries canadiennes emploient différentes variétés de pétrole brut. Alors que le pétrole qui entre dans les raffineries du centre du pays contient une forte proportion de brut indexé sur le cours du WTI, le pétrole des raffineries situées sur les deux façades maritimes se compose d'une plus grande part de brut d'autres qualités adossé au cours du Brent, principal étalon à l'extérieur de l'Amérique du Nord. À l'échelle du pays, les raffineries canadiennes utilisent en proportions à peu près égales en moyenne des variétés de pétrole brut indexées sur le WTI et le Brent<sup>3</sup>. Historiquement, le choix de l'un ou l'autre de ces deux types de brut importait peu dans le

**Graphique 3-A : En 2011, le prix de l'essence a été beaucoup plus élevé que ne le laissait entrevoir le cours du WTI, le brut de référence en Amérique du Nord**

Base 100 de l'indice : 2002, données mensuelles

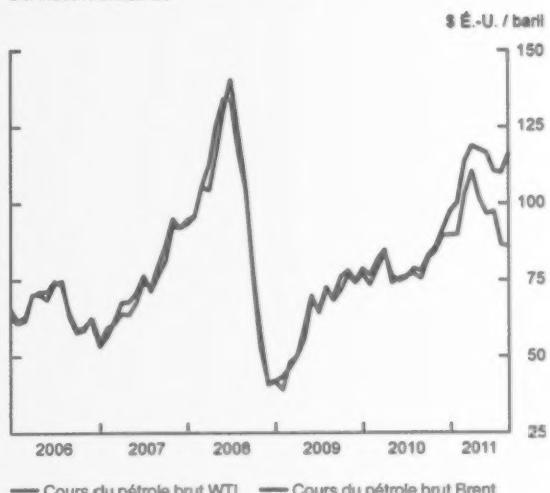


a. Valeurs issues d'une régression du prix de l'essence selon l'IPC sur le cours du WTI (en \$ CAN) pour la période 2000-2010

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : septembre 2011

**Graphique 3-B : Les cours du Brent et du WTI ont divergé l'un de l'autre en 2011**

Données mensuelles



Source : Commodity Research Bureau Dernière observation : septembre 2011

(suite à la page suivante)

1 Cela n'a pas été le cas durant les années 2005 à 2007, où la corrélation s'est dégradée par suite de perturbations dans les opérations de raffinage, notamment celles occasionnées par louragan Katrina.

2 Dont deux dixièmes de point de pourcentage sont imputables à l'incidence de l'introduction de la taxe de vente harmonisée en Ontario sur le niveau national des prix de l'essence.

3 Renseignements fondés sur les chiffres de l'Association canadienne des producteurs pétroliers concernant les capacités de raffinage.

## La relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence

mode de calcul du coût moyen du pétrole brut pour les raffineurs canadiens, car leurs deux cours étaient étroitement liés.

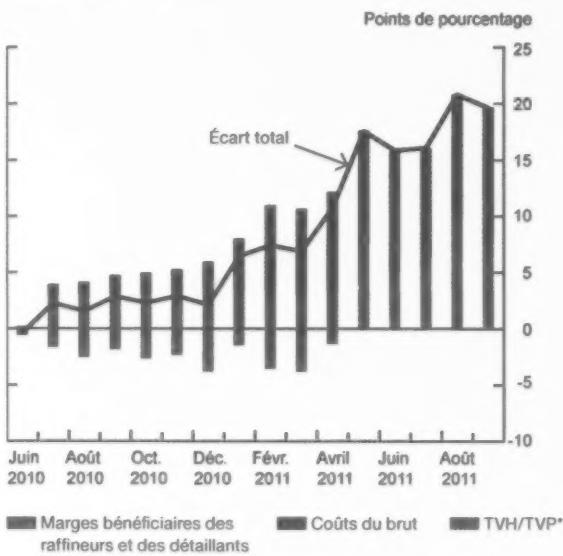
Depuis le début de l'année, cependant, le WTI s'est échangé à un prix de plus en plus bas par rapport au cours du Brent (Graphique 3-B) en raison des réserves excédentaires qui s'accumulent au terminal pétrolier de Cushing (Oklahoma). Le WTI se vend actuellement à 87 \$ É.-U. tandis que le prix du baril de Brent s'élève à 109 \$ É.-U., un écart plusieurs fois supérieur à ce qui s'observait normalement par le passé. Dans ce contexte, les coûts du brut assumés

par les raffineurs au Canada ont été supérieurs en général à ceux que laissait présager le cours du pétrole WTI. C'est en partie pourquoi l'essence est restée relativement chère à l'échelle nationale. Les taxes et les marges bénéficiaires ont également joué un rôle (Graphique 3-C). Des différences régionales ressortent néanmoins, conséquences à la fois des différences dans les variétés de brut transformées par les raffineurs et de l'évolution des marges bénéficiaires de ces derniers.

Si l'on se fonde sur les prix des contrats à terme, l'écart entre le cours du WTI et celui du Brent devrait se maintenir pendant encore quelques années (Graphique 3-D). Les coûts du brut utilisé au Canada devraient donc demeurer élevés par rapport à ceux du WTI, ce qui influe sur les projections concernant le prix de l'essence et l'IPC global.

**Graphique 3-C : L'évolution divergente du prix de l'essence et du cours du WTI depuis le début de l'année peut être attribuée aux variations des coûts du brut et des marges bénéficiaires**

Contribution de divers facteurs à l'écart entre le prix effectif de l'essence et celui que laissait présager sa relation passée avec le cours du WTI, données mensuelles

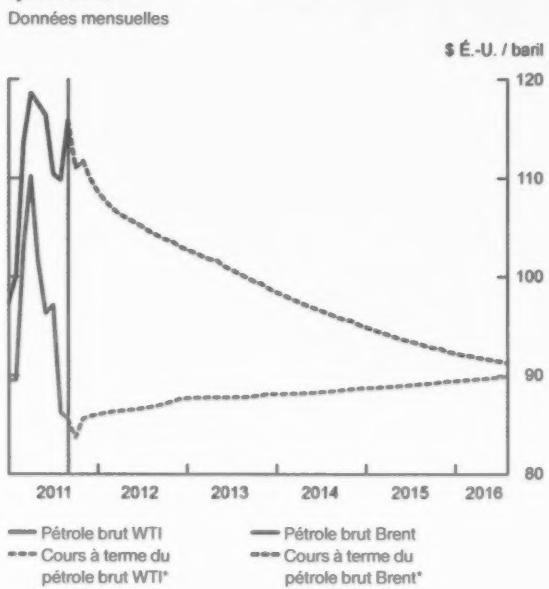


Nota : Calculs effectués en partant de l'hypothèse que le pétrole raffiné au Canada est indexé à hauteur de 57 % sur le cours du WTI et à hauteur de 43 % sur le cours du Brent

\* Taxe de vente harmonisée et taxe de vente provinciale

Sources : Statistique Canada, Commodity Research Bureau et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : septembre 2011

**Graphique 3-D : D'après les marchés financiers à terme, l'écart entre les cours du Brent et du WTI ne se refermera qu'en 2016**



\* Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 21 octobre 2011

Sources : Commodity Research Bureau et Bloomberg

## Les conditions financières au Canada

Dans l'ensemble, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent très avantageux (**Graphique 21**), et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique. Les banques canadiennes demeurent en bonne posture pour accorder des prêts, compte tenu de leur solide situation financière et de leurs coûts de financement relativement bas. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises semblent indiquer que les modalités de financement imposées aux firmes par les institutions financières se sont encore assouplies ces derniers mois, en particulier dans le cas des petites et moyennes entreprises. Ces résultats concordent avec ceux de l'enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit au troisième trimestre de 2011 (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), qui font également ressortir un nouvel allègement des conditions de crédit (**Graphique 22**), attribuable principalement à la concurrence que se livrent les prêteurs entre eux.

Les conditions financières globales se sont toutefois légèrement durcies au Canada depuis la parution du *Rapport* de juillet, en raison de la détérioration des conditions sur les marchés de capitaux. Le degré accru d'aversion au risque et de volatilité ainsi que le recul des attentes relatives à la croissance observés sur les marchés mondiaux ont pesé sur les conditions des marchés de capitaux au cours des derniers mois. Alors que les rendements des obligations d'État canadiennes ont fortement baissé, les écarts relatifs aux obligations de sociétés se sont creusés et l'accès aux marchés s'est resserré pour les emprunteurs moins solvables. En outre, l'indice composite S&P/TSX a reculé de plus de 15 % par rapport au sommet atteint en avril dernier. Par conséquent, le volume d'émission d'obligations et d'actions a diminué de façon notable comparativement à celui enregistré plus tôt cette année.

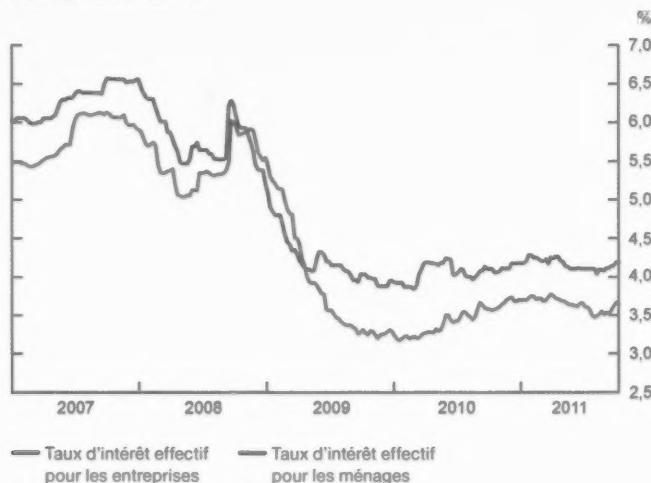
Reflétant la reprise des investissements des entreprises en cours actuellement, la croissance de l'ensemble des crédits accordés à ces dernières est demeurée solide au cours des derniers mois.

---

*Dans l'ensemble, l'offre et le coût du crédit au Canada restent très avantageux.*

**Graphique 21 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas**

Données hebdomadaires

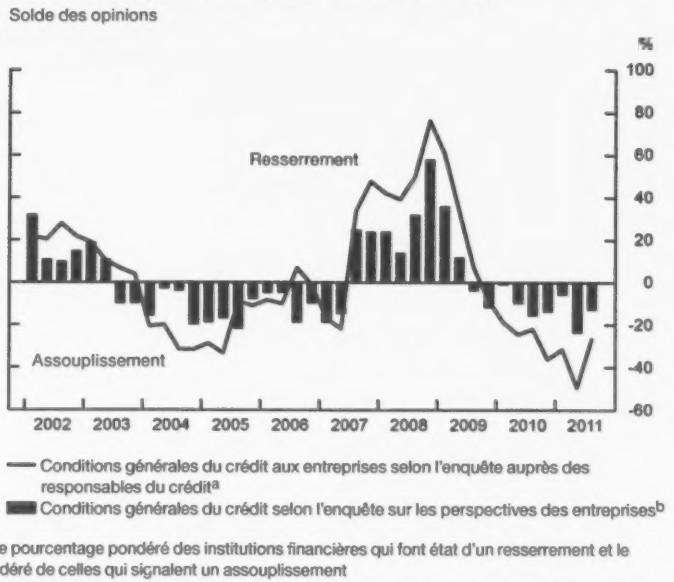


Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banquedcanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 21 octobre 2011

**Graphique 22 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au troisième trimestre de 2011**



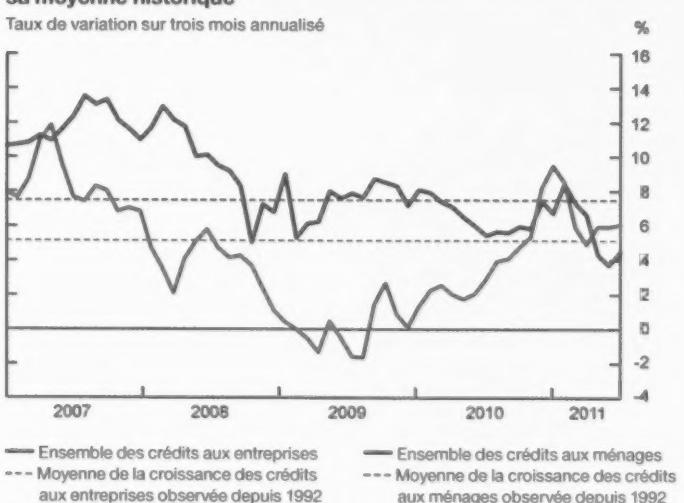
a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T3

**Graphique 23 : La croissance du crédit aux entreprises demeure solide, tandis que celle du crédit aux ménages a adopté un rythme inférieur à sa moyenne historique**



Source : Banque du Canada

Dernière observation : août 2011

*Comme prévu, l'expansion des crédits aux ménages a ralenti pour se situer en deçà de sa moyenne historique.*

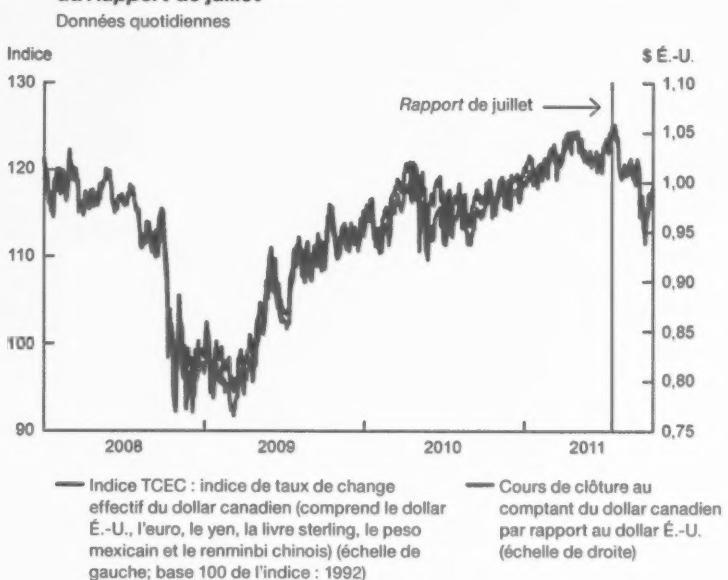
Comme prévu, compte tenu de la disparition des facteurs temporaires qui avaient stimulé la demande de crédit hypothécaire à l'habitation au premier trimestre, l'expansion des crédits aux ménages a ralenti pour se situer en deçà de sa moyenne historique ces derniers mois (**Graphique 23**). Ces facteurs comprennent notamment les effets retardés de la forte hausse des ventes de maisons existantes au quatrième trimestre de l'année dernière, ainsi qu'un certain devancement de l'activité lié aux modifications apportées aux règles régissant l'assurance hypothécaire.

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit s'est redressée au cours des derniers mois, ce qui indique que la préférence pour la liquidité s'est réintensifiée dans une certaine mesure parallèlement à la montée de l'incertitude. L'expansion de l'agrégat au sens large M2++ est toutefois restée modeste ces derniers mois, ce qui laisse encore entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

## Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 99 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de septembre, ce qui est inférieur au niveau de 103 cents É.-U. postulé dans le *Rapport de juillet*. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) a connu une dépréciation de taille similaire au recul du taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain (**Graphique 24**).

**Graphique 24 : La valeur du dollar canadien a baissé depuis la parution du *Rapport de juillet***



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 21 octobre 2011

## Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 99 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; le maintien des prix des produits de base non énergétiques à des niveaux élevés; une incertitude accrue et des conditions financières mondiales relativement volatiles persistant jusqu'à la mi-2012, avant de s'améliorer progressivement.

## L'offre et la demande globales

La Banque prévoit maintenant que la croissance de l'économie canadienne sera lente jusqu'au milieu de 2012, et qu'elle s'améliorera ensuite. Cette

La Banque prévoit maintenant que la croissance de l'économie canadienne sera lente jusqu'au milieu de 2012, et qu'elle s'améliorera ensuite.

projection repose sur l'hypothèse que la crise européenne sera contenue, ce qui entraînera une réduction de l'incertitude et un retour graduel de la confiance (**Tableau 2** et **Graphique 25**). Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,1 % en 2011 et de 1,9 % en 2012, tandis qu'en 2013, on s'attend à ce que le rythme d'expansion dépasse temporairement le taux d'accroissement de la production potentielle (pour s'établir à 2,9 %). Ce profil de croissance implique que l'économie tournera de nouveau à plein régime à la fin de 2013.

**Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**  
En points de pourcentage<sup>a</sup>

	2010	2011	2012	2013
<b>Consommation</b>	2,0 (2,0)	1,0 (1,3)	1,2 (1,6)	1,4 (1,1)
<b>Logement</b>	0,7 (0,7)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,1 (0,0)
<b>Administrations publiques</b>	1,2 (1,2)	0,3 (-0,1)	-0,1 (-0,3)	0,3 (0,2)
<b>Investissements fixes des entreprises</b>	0,8 (0,8)	1,4 (1,6)	0,7 (1,1)	1,0 (0,7)
<b>Total partiel : demande intérieure finale</b>	4,7 (4,7)	2,8 (2,9)	1,8 (2,4)	2,8 (2,0)
<b>Exportations</b>	1,8 (1,8)	1,2 (1,3)	0,9 (1,1)	1,1 (1,1)
<b>Importations</b>	-4,0 (-4,0)	-2,1 (-1,7)	-0,7 (-0,8)	-1,0 (-1,0)
<b>Total partiel : exportations nettes</b>	-2,1 (-2,1)	-0,9 (-0,4)	0,2 (0,3)	0,1 (0,1)
<b>Stocks</b>	0,6 (0,6)	0,2 (0,3)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)
<b>PIB</b>	3,2 (3,2)	2,1 (2,8)	1,9 (2,6)	2,9 (2,1)
<b>Pour mémoire :</b>				
Production potentielle	1,6 (1,6)	1,6 (1,8)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	5,0 (5,0)	2,8 (4,1)	1,1 (2,9)	3,6 (2,2)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la Note technique 2 du présent rapport.

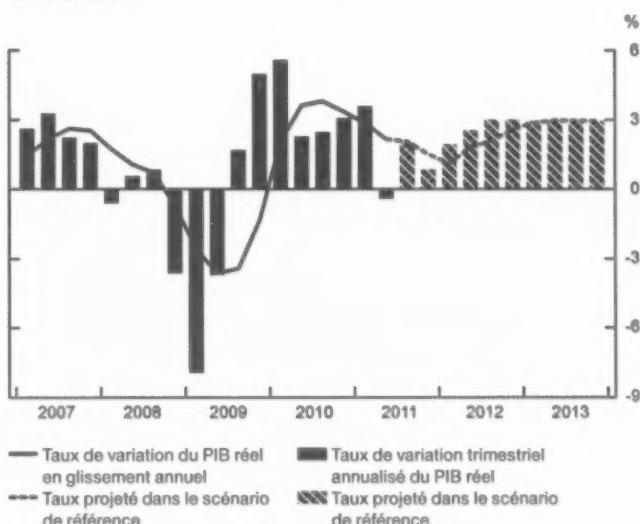
*Le contexte extérieur nettement moins favorable a des incidences sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux.*

*La Banque prévoit une croissance relativement modeste des dépenses des ménages durant la période projetée.*

Dans ce scénario de référence, on entrevoit une expansion de l'économie canadienne plus faible que dans le *Rapport* de juillet, le contexte extérieur nettement moins favorable ayant des incidences sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux. La demande intérieure devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection (**Graphique 26**), mais afficher un profil plus faible qu'anticipé précédemment. On prévoit maintenant une croissance relativement modeste des dépenses des ménages, à cause de l'effet négatif qu'ont la baisse des prix des produits de base et la volatilité accrue des marchés financiers sur les revenus, la richesse et la confiance des ménages canadiens (**Graphique 27**). On s'attend toujours à ce que le rythme de progression des investissements fixes des entreprises soit solide, compte tenu des conditions financières très favorables et des pressions concurrentielles accrues, mais qu'il soit tempéré par les perspectives mondiales plus sombres et plus incertaines. Le profil d'évolution des exportations canadiennes a également été revu à la baisse, à la lumière du niveau moins élevé de l'activité économique à l'étranger. Les exportations nettes devraient demeurer une source de faiblesse, du fait de l'atonie de la demande étrangère et des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

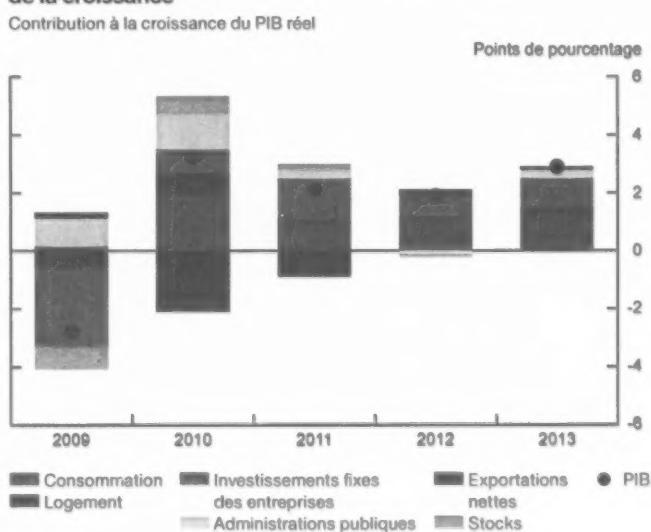
La Banque prévoit une croissance relativement modeste des dépenses des ménages durant la période projetée, par rapport à la cadence rapide observée pendant la reprise et aux perspectives présentées en juillet. La baisse des prix des produits de base et la volatilité accrue des marchés

**Graphique 25 : Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter en 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire**



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

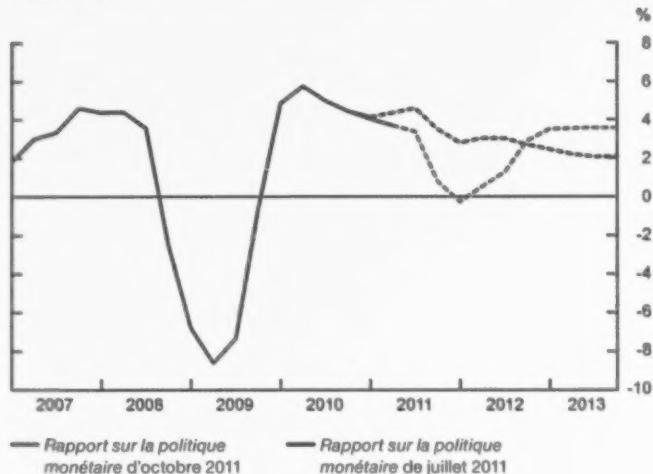
**Graphique 26 : La demande intérieure devrait rester le principal moteur de la croissance**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

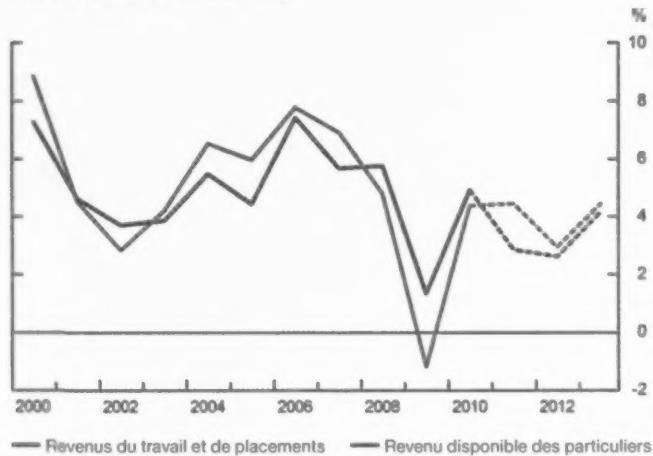
financiers découlant des perspectives économiques mondiales plus faibles et plus incertaines devraient peser sur la richesse et la confiance des ménages canadiens et, du coup, se traduire par une augmentation du taux d'épargne, dans un contexte de croissance du revenu disponible des particuliers plus modérée qu'escompté en juillet (**Graphique 28**). En conséquence, la Banque anticipe encore une modération du mouvement à la hausse du ratio de la dette au revenu des ménages. Dans ce contexte, elle continue également d'entrevoir que la part des dépenses des ménages dans l'économie diminuera graduellement pour se rapprocher de sa moyenne historique (**Graphique 29**).

**Graphique 27 : Le Canada se ressent de la dégradation du contexte extérieur, en partie à cause du recul du prix des produits de base, qui exerce des pressions à la baisse sur le revenu intérieur brut réel**  
 Taux de variation du revenu intérieur brut réel en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

**Graphique 28 : L'accroissement du revenu disponible des particuliers devrait marquer le pas au cours de la période de projection**  
 Taux de variation, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

*Les investissements fixes des entreprises devraient continuer de progresser à un rythme solide.*

Tout comme on l'envisageait en juillet, les investissements fixes des entreprises devraient continuer de progresser à un rythme solide durant la période de projection, un écart considérable restant à combler pour compenser le déclin inhabituellement marqué enregistré durant la récession (**Graphique 30**). Ces perspectives continuent de reposer sur la situation financière solide des entreprises canadiennes, des conditions de crédit favorables et le niveau relativement élevé des prix des produits de base, de même que sur l'incitation à rehausser la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. Cependant, on table, à court terme, sur un profil de croissance des investissements fixes des entreprises un peu plus modéré que

**Graphique 29 : La part des dépenses des ménages dans le PIB devrait diminuer graduellement pour se rapprocher de sa moyenne historique**

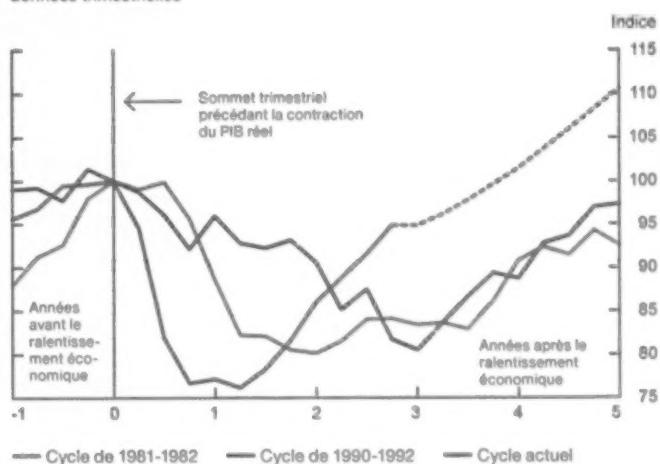
Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 30 : La croissance des investissements fixes des entreprises devrait demeurer robuste**

Évolution comparative des investissements fixes des entreprises, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédent la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

prévu précédemment, lié aux effets des perspectives économiques incertaines sur la confiance, ainsi qu'à la baisse des cours des produits de base, qui demeurent néanmoins élevés. Cette projection concernant les investissements des entreprises concorde avec les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives de ces dernières parus à l'automne, selon lesquels les intentions d'investissement restent fermes, quoique légèrement moins que lors des enquêtes précédentes, certaines firmes se disant plus prudentes quant à leurs projets d'investissement et indiquant qu'elles pourraient mettre des projets en veilleuse, vu l'incertitude qui caractérise la conjoncture actuelle.

---

*Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient demeurer une source de faiblesse.*

Dans son scénario de référence, la Banque postule que la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel sera négative pendant le reste de l'année 2011 et une partie de 2012, ce qui cadre avec le retrait des mesures de relance budgétaire annoncé précédemment. Le profil des dépenses publiques a été revu à la hausse depuis la parution du *Rapport* de juillet pour tenir compte des dernières estimations des comptes nationaux ainsi que de l'information la plus récente provenant de tous les ordres de gouvernement.

La Banque anticipe maintenant que les exportations canadiennes seront plus faibles qu'escompté en juillet, du fait de l'importante détérioration des perspectives de la demande étrangère. Elle continue néanmoins de s'attendre à une croissance modeste des exportations durant la période de projection, à la faveur du mouvement ascendant de l'activité aux États-Unis, activité dont on prévoit encore que la composition se modifiera d'une manière relativement favorable aux exportateurs canadiens\*. Les importations devraient connaître au cours de la période projetée une augmentation modérée, en raison principalement des conséquences néfastes de l'instabilité économique et financière mondiale pour la demande intérieure au Canada. Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient demeurer une source de faiblesse.

### **La projection en matière d'inflation**

La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence continue d'avoiser 2 % à court terme, comme prévu en juillet, avant de redescendre tout au long de 2012, sous l'effet de la persistance de la marge considérable de capacités inutilisées et du ralentissement de la hausse des prix de l'alimentation. Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait remonter à 2 % à la fin de 2013, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement, la progression de la rémunération du travail s'accentuant modestement et les attentes d'inflation restant bien ancrées (**Tableau 3** et **Graphique 31**). Ce profil de l'inflation mesurée par l'indice de référence est légèrement plus modeste que celui exposé en juillet, du fait de l'assombrissement des perspectives de l'économie canadienne.

---

*L'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre jusqu'à environ 1 % au milieu de 2012 avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % à la fin de 2013.*

La Banque projette que l'inflation mesurée par l'IPC global continuera de chuter au cours des prochains trimestres, compte tenu de l'incidence graduelle de la baisse des cours du pétrole sur les prix de l'essence. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre jusqu'à environ 1 % au milieu de 2012 avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % à la fin de 2013. Ce retour à la cible est prévu un peu plus tard qu'on ne l'anticipait dans le *Rapport* de juillet, en raison de la révision à la baisse apportée à l'inflation mesurée par l'indice de référence et du profil plus modeste postulé pour les prix mondiaux des produits de base.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 32** et le **Graphique 33** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2011 à la fin de 2013<sup>b</sup>.

<sup>a</sup> La Banque continue de projeter que la croissance de la demande aux États-Unis se concentrera davantage dans des composantes telles que les investissements fixes des entreprises et l'investissement résidentiel, qui ont une teneur relativement élevée en exportations canadiennes.

<sup>b</sup> Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Rechercher.

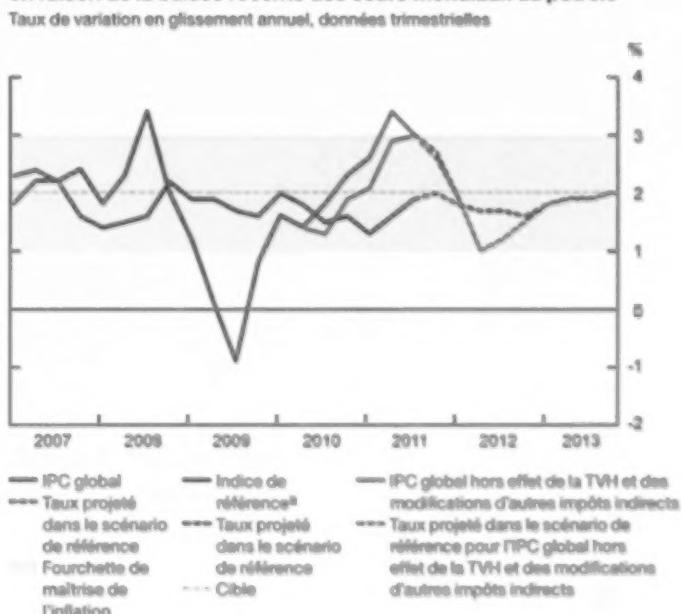
**Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence\***

	2010	2011				2012				2013			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,1 (3,1)	3,6 (3,9)	-0,4 (1,5)	2,0 (2,8)	0,8 (2,9)	1,9 (2,9)	2,5 (2,6)	3,0 (2,5)	3,0 (2,1)	3,0 (2,1)	3,0 (2,1)	3,0 (2,1)	3,0 (2,1)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3 (3,3)	2,9 (2,9)	2,2 (2,7)	2,1 (2,8)	1,5 (2,8)	1,1 (2,5)	1,8 (2,8)	2,1 (2,7)	2,6 (2,5)	2,9 (2,3)	3,0 (2,1)	3,0 (2,1)	2,9 (2,1)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,6 (1,7)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,8 (2,1)	1,7 (2,0)	1,7 (2,0)	1,6 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,3 (2,3)	2,6 (2,6)	3,4 (3,4)	3,0 (2,8)	2,7 (2,6)	1,9 (2,3)	1,0 (1,9)	1,2 (2,0)	1,5 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,9 (2,9)	3,0 (2,8)	2,6 (2,5)	1,9 (2,3)	1,0 (1,9)	1,2 (2,0)	1,5 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
WTP <sup>b</sup> (niveau)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (97)	85 (98)	87 (100)	87 (101)	87 (102)	88 (102)	88 (103)	88 (103)	88 (103)	88 (103)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2011 du Rapport sur la politique monétaire.

b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 21 octobre 2011.

**Graphique 31 : L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada devrait diminuer temporairement pour s'établir à près de 1 % au milieu de 2012 en raison de la baisse récente des cours mondiaux du pétrole**

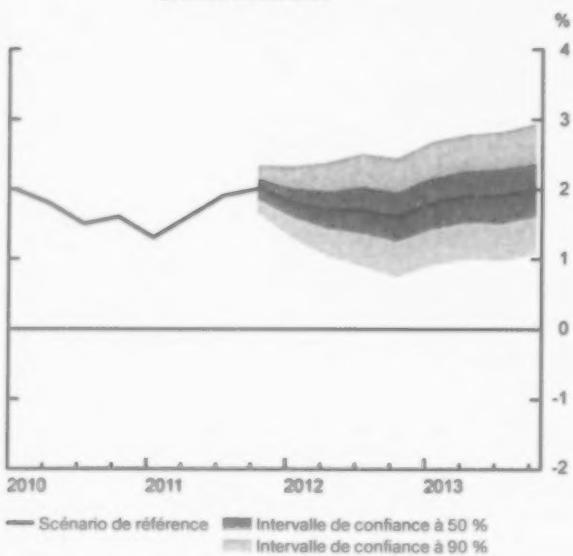


a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 32 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

Taux de variation en glissement annuel,  
données trimestrielles

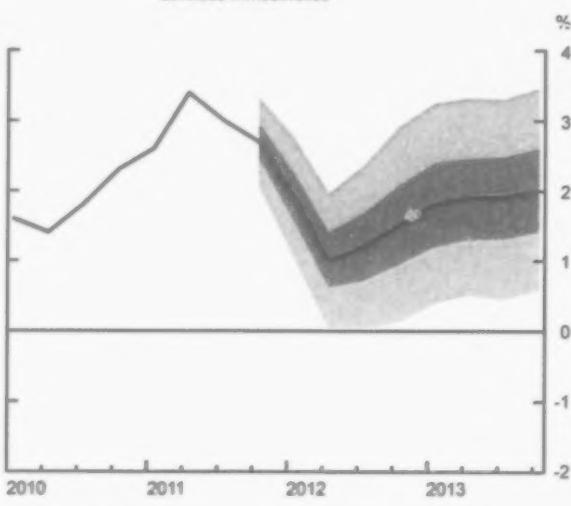


— Scénario de référence ■ Intervalle de confiance à 50 %  
■ Intervalle de confiance à 90 %

Source : Banque du Canada

**Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel,  
données trimestrielles



— Scénario de référence ■ Intervalle de confiance à 50 %  
■ Intervalle de confiance à 90 %

Source : Banque du Canada

# Les risques entourant les perspectives

---

Plusieurs risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la confiance des entreprises et des consommateurs revienne plus rapidement qu'escompté.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus persistantes qu'on ne l'envisage en ce moment si la croissance dans les pays émergents ne décélère pas pour s'établir à des niveaux plus soutenables ou si la production potentielle dans les économies avancées est plus faible que projeté.
- Le dynamisme des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vigoureux qu'escompté. Compte tenu des conditions financières très avantageuses, les emprunts pourraient croître à un rythme plus rapide qu'anticipé.
- L'incertitude quant à la détermination des décideurs publics à résoudre les difficultés et les préoccupations grandissantes à propos de l'évolution future de l'économie ont une incidence marquée sur l'activité économique mondiale. La prise de mesures de politique plus résolues dans les grandes économies avancées qu'on ne l'entrevoit présentement pourrait faire remonter la confiance plus vite que ce que suppose la projection actuelle.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe, à la probabilité accrue d'une récession économique aux États-Unis et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible que prévu.

- Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies canadienne et mondiale. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille et de l'importance de la zone euro.

- La croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin du premier semestre de 2011 a ralenti à des niveaux qui, dans le passé, ont souvent précédé une récession. Une récession aux États-Unis aurait des conséquences notables sur la croissance et l'inflation au Canada, étant donné les liens commerciaux et financiers très étroits qui existent entre les deux pays.
- Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'anticipé de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

## Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse [www.banquedcanada.ca](http://www.banquedcanada.ca).

### Rapport sur la politique monétaire

Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

### Revue du système financier

Parait en juin et en décembre.

### Revue de la Banque du Canada

Parait chaque trimestre. (Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

### Enquête sur les perspectives des entreprises

Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

### Enquête auprès des responsables du crédit\*

Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

### Discours et déclarations du gouverneur\*

### Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada\*

Parait chaque mois.

### Bulletin hebdomadaire de statistiques financières\*

Parait tous les vendredis.

### Reconstruction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information

#### Rapport annuel

### Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell. Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.

### Actes de colloques

On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

### Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse\*

Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux.

\* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.